



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI MILANO
FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA

**Dottorato di ricerca in Diritto Comparato,
Privato, Processuale Civile e dell'Impresa
*Curriculum di Diritto Commerciale***

XXIX ciclo

M.I.–S.S.D.: 12/B–IUS/04

Referente: Prof. Roberto Sacchi

**IL RUOLO DEI SOCI
E DEGLI AMMINISTRATORI
DI SOCIETÀ DI CAPITALI IN CRISI**

Relatore: Prof. Giuseppe Ferri

Grazia Fantoni

A.A. 2017/2018

IL RUOLO DEI SOCI E DEGLI AMMINISTRATORI DI SOCIETÀ DI CAPITALI IN CRISI

INDICE

Delimitazione dell'ambito d'indagine.

CAPITOLO I GLI INTERESSI MERITEVOLI DI TUTELA NELLE DIVERSE CRISI D'IMPRESA

1. Interessi dei soci *versus* interessi dei creditori.
2. La crisi d'impresa, ossia il rischio di perdita del *going concern* e il *dying concern*.
3. La crisi *grave* del *finanziamento*: il rischio di pregiudizio delle ragioni creditorie.
4. La crisi dell'*investimento*: crisi *più lieve* del *finanziamento*, crisi *patrimoniale* e crisi *economico-reddituale*. Il rischio di perdita del valore e della redditività delle partecipazioni.

CAPITOLO II IL RUOLO DEI SOCI E DEGLI AMMINISTRATORI NELLA CRISI DELL'INVESTIMENTO

1. Premessa.
2. La crisi *grave* dell'*investimento*: l'*obbligo* degli amministratori di convocare “senza indugio” l'assemblea e il *potere-dovere* dei soci di gestire la crisi.
3. La crisi *più lieve* dell'*investimento*: *quid?*
4. La *correttezza* e l'*adeguatezza* dell'*informazione* come criterio guida per una gestione efficiente dell'impresa. I rapporti endoconsiliari.

5. (*Segue*) I rapporti extraconsiliari. In particolare, il potere di *voice* dei soci sulle questioni fondamentali.

CAPITOLO III

IL RUOLO DEI SOCI E DEGLI AMMINISTRATORI NELLA CRISI GRAVE DEL FINANZIAMENTO

1. La gestione della *grave* crisi finanziaria nel diritto positivo: i poteri degli amministratori.
2. (*Segue*) Il ruolo degli *stakeholders*: primato dei creditori ed evanescenza dei soci. Le criticità del diritto italiano.
3. La Proposta di Direttiva Europea sulle procedure di ristrutturazione e la tutela dei soci nel concordato preventivo: diritto di *voto* e diritto di opposizione nel *merito*.
4. I doveri degli amministratori fra “*Treupflichtbindung*” e “*Planentwurfspflicht*”.

Conclusioni riassuntive.

BIBLIOGRAFIA
Indice degli Autori
Indice della Giurisprudenza
Indice dei Documenti
Sitografia

Delimitazione dell'ambito d'indagine.

In un contesto di perdurante depressione macro-economica in cui il problema della crisi d'impresa assume importanza sempre più centrale, con il presente lavoro s'intende analizzare il ruolo dei principali soggetti coinvolti, nell'ambito, in particolare, della crisi di società di capitali: i soci e gli amministratori, con inevitabile riguardo anche alla posizione dei creditori.

Essendo, tuttavia, la "crisi" un concetto poliedrico, si opereranno delle distinzioni al suo interno, tentando di rilevare che, sebbene essa nel suo complesso si presti con favore al rischio di comportamenti opportunistici dei soci, non ogni situazione patologica è in grado di arrecare un pregiudizio principale e immediato ai creditori sociali. Premessa l'importanza del ruolo degli amministratori (e con riferimento alla S.p.A., anche dei "controllori" della società, soprattutto del revisore) di prevenire la crisi in ogni sua forma, cogliendone tempestivamente i segnali alla luce, in particolare, del dovere di agire informato (nonché "adeguato") e, conseguentemente, di porre in essere un intervento anticipato prima che l'impresa versi in gravi difficoltà al fine di attuare una ristrutturazione precoce per preservare le parti di attività economicamente sostenibili, a seconda della tipologia di crisi e della sua gravità si evidenzierà, invero, come cambiano i doveri degli amministratori in riferimento agli interessi da tutelare in via principale, così come cambiano (o devono cambiare) i doveri dei medesimi al fine di evitare per quanto possibile l'aggravamento del dissesto, così come, infine, cambia il ruolo sia dei soci che dei creditori nella gestione della crisi stessa.

Nell'ultima parte del lavoro ci si soffermerà in particolare sull'istituto del concordato (preventivo e fallimentare), in relazione al quale il diritto fallimentare si pone in netta inversione rispetto al diritto societario comune, sia quanto alle competenze per l'adozione

delle scelte “d’interesse primordiale”, sia quanto agli obiettivi di gestione. In una tale situazione di grave crisi finanziaria, in cui i creditori rischiano di subire il *default* della società, si valuterà, in particolare, anche sulla scorta del dato comparatistico (soprattutto europeo), se, nell’ipotesi in cui la società sia potenzialmente economicamente sostenibile (ossia abbia un valore ancora in qualche misura attivo) vi possano essere taluni strumenti in grado di tutelare adeguatamente l’interesse al mantenimento della partecipazione di cui sono titolari i soci (*Erhaltungsinteresse*): tenuto conto che, a seguito dell’introduzione, ex art. 163, comma 4, l.f., degli istituti delle proposte concorrenti e dell’“esproprio concordatario”, oggi i soci, pur essendo i principali destinatari degli effetti giuridici – anche gravi – di una procedura regolata della crisi, risultano del tutto estranei sia alla scelta su *an* e *quomodo* della procedura (data la competenza al riguardo degli amministratori ex art. 152, comma 2, lett. b, l.f., salvo diversa previsione statutaria) sia, poi, al concreto svolgimento della stessa mediante la valutazione sul merito della proposta (a causa dell’esclusione dalla possibilità di votare, sullo stesso piano dei creditori, per l’approvazione della proposta medesima). Ration per cui si valuterà anche se possa ragionevolmente sussistere uno *shifting duty* che, nell’ipotesi in cui la società sia ancora potenzialmente sostenibile, imponga all’organo amministrativo di tutelare nel miglior modo possibile, oltre le ragioni dei creditori, anche l’*Erhaltungsinteresse* dei soci.

Abstract

(ENG)

In a period of global economic and financial crisis where the issue about distressed enterprises has become increasingly important, we analyse the role of the main actors involved in distressed capital companies: shareholders and directors, with particular reference to creditors as well.

However, since the “crisis” is a multifaceted concept, we make several distinctions, attempting to point out that not every typology of crisis is able to damage mainly creditors. According to the type of crisis and its severity, we show how the directors’ duties change depending on the interests which have to be first and foremost protected, as well as their duties change (or have to change) in order to prevent the deepening of the crisis, as well as change the shareholders’ and creditors’ role in crisis management.

On one hand, we point out the importance of the directors’ (and auditors’) role to prevent the crisis in all its forms, in light of the duty to act on an informed (and “adequate”) basis; and subsequently to put in place a prompt intervention before the company faces serious troubles in order to implement an early corporate restructuring to preserve the economically sustainable parts of the business.

In the last chapter, we analyse the proceeding of the arrangement with creditors, in relation to which the legal provisions of the bankruptcy law are completely different from those of the civil corporate law, in particular as regards the management goals as well as the competences to take decisions affecting the corporate structure. In such a situation where creditors are at risk of suffering the company’s collapse, we consider if it is reasonable to assume that directors have the “shifting duty” to find a better solution in order to protect, besides the creditors, the shareholders as well in the event that the company can be economically sustainable, also on the basis of

a comparative analysis with different (mainly european) legal systems; taking account that following the introduction of the competing proposals and the “arrangement-with-creditors expropriation” *ex art. 163, par. 4, l.f.*, the shareholders, who are most likely to be affected by the serious legal effects of a competition procedure, are completely sidelined from any form of participation both from the decision about the *an* and *quomodo* of the procedure and, subsequently, from managing the procedure by evaluating the arrangement-with-creditors proposal because of the shareholders’ exclusion from the voting right, on a par with the creditors, on the arrangement’s approval: for which reason we consider the possibility to assume the necessity of some forms of shareholders’ legal protection throughout the procedure of the arrangement with creditors.

CAPITOLO I

GLI INTERESSI MERITEVOLI DI TUTELA NELLE DIVERSE CRISI D'IMPRESA

SOMMARIO. 1. Interessi dei soci *versus* interessi dei creditori. - 2. La crisi d'impresa, ovvero il rischio di perdita del *going concern* e il *dying concern*. - 3. La crisi *grave* del *finanziamento*: il rischio di pregiudizio delle ragioni creditorie. - 4. La crisi dell'*investimento*: crisi *più lieve* del *finanziamento*, crisi *patrimoniale* e crisi *economico-reddituale*. Il rischio di perdita del valore e della redditività delle partecipazioni.

1. Interessi dei soci *versus* interessi dei creditori.

La struttura delle società di capitali, come noto, si basa prevalentemente sul cd. *sistema del netto*, un complesso articolato di regole secondo cui le attività, composte da beni determinati valutati secondo criteri determinati, devono mantenere un minimo di *surplus* sulle passività di bilancio ⁽¹⁾.

Attraverso tale sistema, l'ordinamento regola quel peculiare conflitto d'interessi, esclusivo del diritto societario, che vede contrapposti da un lato i soci e dall'altro i creditori ⁽²⁾: entrambi, infatti, si trovano in posizione di terzietà rispetto alla società debitrice

¹ Cfr. DENOZZA, *A che serve il capitale? (Piccole glosse a L. Enriques – J.R. Macey, Creditors Versus Capital Formation: The Case against the European Legal Capital Rules)*, in *Giur. comm.*, 2002, V, p. 585 ss.

² Sul tema del conflitto d'interessi tra soci e creditori, v. McDANIEL, *Bondholders and Corporate Governance*, *Bus. Law*, 1986, 41, p. 413 ss.; ID., *Bondholders and Stockholders*, *J. Corp. L.*, 1988, 13, p. 205 ss.; BRATTON JR., *Corporate Debt Relationships: Legal Theory in a Time of Restructuring*, in *Duke L.J.*, 1989, p. 92 ss., reperibile su <http://scholarship.law.duke.edu>; MITCHELL, *The Fairness Rights of Corporate Bondholders*, *N.Y.U.L. Rev.*, 1990, 65, p. 1165 ss.

in quanto finanziatori (*lato sensu*) della stessa, ma con modalità diverse, e proprio tale diversità comporta l'insorgere di *distinte* pretese rivolte –però – verso il *medesimo* patrimonio altrui: la pretesa *fissa* rappresentata dal diritto al rimborso per intero dell'importo nominale del credito con i relativi interessi alla scadenza, a prescindere dai risultati economici dell'attività imprenditoriale (ciò che rende i creditori poco propensi al rischio) ⁽³⁾; e la pretesa *elastica* costituita dalla massimizzazione dell'investimento effettuato a capitale (mediante la distribuzione degli utili o l'incremento del valore della partecipazione), a condizione invece che i predetti risultati siano positivi ⁽⁴⁾.

In ragione della parziale esternalizzazione del rischio d'impresa, tale conflitto d'interessi viene risolto dall'ordinamento attraverso la degradazione della posizione dei soci a quella di *residual claim*,

³ Cfr. MOZZARELLI, *Responsabilità degli amministratori e tutela dei creditori nella s.r.l.*, Torino, 2007.

⁴ Cfr. MANNING – HANKS JR., *Legal Capital*, 63, 1990 (3d ed.), p. 12 ss.; CLARK, *Corporate law*, Boston (Little, Brown 1986). Nella letteratura italiana, per la configurabilità del rapporto tra creditori esterni e soci come “rapporto dei primi con una diversa classe di creditori (a lungo periodo) dello stesso debitore”, quale “*sub specie* di «concorso» tra diverse classi di finanziatori dell'impresa”, v. SPOLIDORO, *Capitale sociale*, in *Enc. dir.*, Agg. IV, Milano, 2000; nello stesso senso, FERRI G. JR., *Patrimonio netto*, in *Dizionari di diritto privato* promossi da Irti, *Diritto commerciale*, a cura di Abriani, Milano, 2011, p. 610 ss.

Con riferimento al sistema statunitense, si veda ROCK, *Adapting to the New Shareholder-Centric Reality*, in *U. Pa. L. Rev.*, 2013, p. 1907 ss., reperibile su <http://scholarship.law.upenn.edu>, in cui l'Autore evidenzia come prima il *master problem* della *U.S. Corporate Law* fosse il conflitto tra soci e amministratori, poiché la remunerazione di questi ultimi era quasi esclusivamente costituita da *fixed basis*. Perciò, secondo Rock, i *managers* erano portati a “pensare come creditori” e dunque questi ultimi erano “*relatively secure*”. In seguito, dai primi del 2000 in avanti, lo *shareholder-manager agency cost problem* si è affievolito moltissimo, attraverso *board reforms*, riforme legislative e cambiamenti nel tipo di remunerazione degli amministratori, che adesso è costituita in larga parte da *equity linked compensation* (come *stock options*): oggi, pertanto, i *directors* sono molto più allineati alla posizione dei soci e quindi, secondo Rock, “*think like shareholders*”. In sostanza, anche il sistema nordamericano risulta oggi caratterizzato dal conflitto *shareholders versus creditor interests*.

mediante la postergazione *durante societate* della propria remunerazione rispetto all'integrale soddisfacimento dei creditori ⁽⁵⁾.

Si è osservato, tuttavia, che quando l'impresa è *in bonis* il conflitto appare affievolito, se non anche solo potenziale, perché entrambe le categorie tendono a perseguire l'obiettivo comune che la società produca utili onde ottenere un profitto dalla partecipazione alla vita dell'impresa: se questa guadagna, infatti, i soci saranno stimolati a pagare i creditori, sia per potersi poi appropriare dell'utile eccedente ⁽⁶⁾ sia per evitare di subire perdite reputazionali, a cui conseguirebbe il rischio di un aumento del costo del debito ⁽⁷⁾.

⁵ Cfr. AGSTNER, *Gli azzardi morali dei soci nelle s.r.l. in crisi*, in AA.VV., *Società, banche e crisi d'impresa*, Liber amicorum Pietro Abbadessa, a cura di Campobasso M. – Cariello – Di Cataldo – Guerrera – Sciarrone Alibrandi, 2014, Vol. I, p. 2463 ss., p. 2483, ove, alla nt. 18, ulteriori riferimenti comparati. Sembra più discutibile, invece, identificare tale regola alla stregua di un contrappeso al privilegio del *controllo* societario, inteso nel senso di *potere di nomina degli amministratori* (e “non nella sua accezione mirante ad individuare chi, all'interno della cerchia dei soci, controlli effettivamente la società”) (Così invece STANGHELLINI, *Proprietà e controllo dell'impresa in crisi*, in *Riv. Soc.*, 2004, p. 1055 ss., p. 1059, in particolare nt. 11), perché allora bisognerebbe coerentemente postergare solo quei soci che hanno il potere *effettivo* di nominare i gestori dell'impresa: cioè, tendenzialmente, i soci – per l'appunto – di controllo (non riuscendo quindi a comprendere quale sia la differenza, nell'ambito della compagine sociale, tra potere di nomina degli amministratori e controllo della società). Sulla posizione dei soci quali *residual claimants*, v. FAMA – JENSEN, *Agency Problems and Residual Claims*, in *J. L. & Econ.*, 1983, vol. 26, issue 2, p. 327 ss., reperibile su www.ssrn.com; EASTERBROOK – FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, Cambridge MA-Londra, 1991, reperibile su www.amherst.edu. Nella nostra letteratura, v. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2006.

⁶ Cfr. EASTERBROOK – FISCHER, *op. cit.*; LIPSON, *Directors' Duties to Creditors: Power Imbalance and the Financially Distressed Corporation*, in *UCLA L. R.*, 2003, p. 1214 ss. ENRIQUES – MACEY, *Creditors Versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules*, in *Cornell Law Review*, 86 (2001), p. 1165 ss. (nella versione italiana, *Raccolta di capitale di rischio e tutela dei creditori: una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale*, in *Riv. soc.*, 2002, p. 78 ss.); STANGHELLINI, *Proprietà e controllo*, cit., p. 1042.

⁷ V. CHEFFINS, *Company law. Theory, Structure and Operation*, Oxford, 1997, p. 79 ss.; DAVIES, *Directors' Creditor Regarding Duties in the Vicinity of Insolvency*, in *EBOR*, 2006, p. 305.

Tuttavia, questo tendenziale allineamento d'interessi si verifica nella misura in cui si guardi alle aspettative di reddito delle due classi in dipendenza del guadagno ottenuto dalla società soprattutto nel breve periodo, cioè al termine dell'esercizio (si potrebbe parlare, allora, di *affinità d'interessi reddituali o lucrativi*) ⁽⁸⁾. A ben vedere, invece, il conflitto non si attenua affatto quando la società assegna dividendi o effettua altri tipi di distribuzione i soci, poiché tali pagamenti riducono l'ammontare dei mezzi propri su cui i creditori fanno affidamento quando decidono di finanziare la società (*conflitto d'interessi nelle distribuzioni*) ⁽⁹⁾. Inoltre, è possibile che, di fronte a due opportunità d'investimento (con pari impiego di mezzi), di cui una a minor rischio ma a potenziale minor guadagno e l'altra, all'opposto, a maggior rischio ma a potenziale maggior guadagno, i soci optino per la seconda, poiché

⁸ Nel senso che “tra creditori e soci vi è comunanza di interessi *quanto meno* sul fatto che l'impresa sociale deve produrre il massimo reddito possibile (o, più precisamente, sul punto che devono esistere adeguate prospettive di reddito)”, v. SPOLIDORO, *Capitale sociale*, cit.

⁹ Con riferimento all'aspettativa di lucro dei soci, si veda la concezione piuttosto estremistica, che non si condivide, di ROCK, *op. cit.*, secondo cui i soci tenterebbero sistematicamente di sottrarre *value* ai creditori sottraendo *value* alla società, in pratica come “predatori” di valori. Ed infatti, che le scelte in tema di distribuzioni possano causare *anche* un conflitto tra soci di *maggioranza* e soci di *minoranza* (con potenziale danno per questi ultimi), emerge chiaramente nel celebre caso *Dodge v. Ford Motor Co.*, in 170 N.W., 1919, p. 668 ss., in cui la Suprema Corte del Michigan ritenne non conforme ai principi della buona fede e della parità di trattamento di *tutti* i soci la decisione di Henry Ford di non distribuire gli utili per reinvestirli back to business (nonostante il suo dichiarato scopo di “*to spread the benefits of this industrial system to the greatest possible number, to help [people] build up their lives and their homes*”). Sul tema, cfr. BRUDNEY, *Equal Treatment of Shareholders in Corporate Distributions and Reorganizations*, *Cal. L. Rev.*, 1983, vol. 71, p. 1072 ss., p. 1080, reperibile su <http://scholarship.law.berkeley.edu>. Sul conflitto d'interessi in tema di *dividend policy*, v. il dibattito tra BRUDNEY, *Dividends, discretion and disclosure*, in *Va. L. Rev.*, 1980, vol. 66, p. 85 ss. e FISCHER, *The Law and Economics of Dividend Policy*, in *Va. L. Rev.*, 1981, vol. 67, p. 699 ss., reperibile su <http://chicagounbound.uchicago.edu>; MANNING – HANKS JR., *Legal Capital*, cit.; SMITH, *The shareholder primacy norm*, in 32 *J. Corp. L.*, 1998, p. 277 ss., reperibile su www.ssrn.com; SCHÖN, *Balance sheet test, Solvency Test – or Both?*, in *EBOR*, 2006, p. 181 ss. Sempre sulla *payout policy*, v. anche FARRE-MENSA – MICHAELY – SCHMALZ, *Financing payouts*, *Harvard Business School Working Paper*, No. 15-049, 2015, reperibile su www.ssrn.com.

in caso di risultato positivo i guadagni andranno a loro favore, mentre in caso d'insuccesso le perdite verranno sopportate dai creditori sociali (*conflitto* d'interessi nel *rischio*) ⁽¹⁰⁾. È pur vero che se l'impresa è florida i soci non hanno un grande *incentivo* ad investire in progetti imprenditoriali ad alto rischio; tuttavia, grazie al privilegio della responsabilità limitata, non si può nemmeno dire che essi abbiano, al contrario, un vero e proprio *disincentivo* a farlo.

Insomma, proprio per l'intrinseca diversità che caratterizza le due diverse classi, certi tipi di conflitti tra soci e creditori fanno parte anche della realtà di una società fiorente. Ad ogni modo, è certamente vero che i conflitti si aggravano quando l'impresa entra in uno stato di "crisi", manifestandosi così in particolar modo il rischio dei cd. *azzardi morali* dei soci, poiché in tali situazioni patologiche essi sono indotti a porre in essere comportamenti scorretti ⁽¹¹⁾. Per cui, si osserva, il

¹⁰ Cfr. CAMPBELL – FROST, *Managers' Fiduciary Duties in Financially Distressed Corporations: Chaos in Delaware (and Elsewhere)*, in *J. Corp. L.*, 2007, p. 491 ss., disponibile su <http://uknowledge.uky.edu>; BAINBRIDGE, *Corporation Law and Economics*, New York, 2002, p. 259 ss.

¹¹ Infatti, nonostante quel complesso ed articolato sistema rappresentato dalle "tradizionali" regole in tema di minimi legali, *capital maintenance*, conferimenti, azioni/quote proprie, distribuzioni ai soci, finanziamenti di (soci o terzi), l'obiettivo di assicurare l'effettività del capitale nell'ottica del perseguimento dell'equilibrio economico-finanziario non sempre è raggiunto. A *latere* del "modello ideale" congegnato dal legislatore, infatti, nella prassi è maturata una ben diversa realtà, a dimostrazione del fatto che i limiti e le garanzie introdotte dalla legge non scoraggiano, ma al contrario incentivano l'investimento di scarsi mezzi propri nella gestione dell'impresa e l'ingente ricorso al capitale di credito anche al fine di intraprendere scelte gestionali non accorte, soprattutto in prossimità dell'insolvenza. I rischi insiti nel nostro sistema e le problematiche connesse non sono di poco conto: basti pensare all'abuso del finanziamento *extra* capitale da parte del socio e alla conseguente *sottocapitalizzazione* delle società, fenomeni dilaganti in misura tale da costringere il legislatore a porvi rimedio al fine di arginare l'alterazione del meccanismo patrimoniale di allocazione dei rischi. Non avendo ormai i soci più nulla da perdere. In Italia, l'Autore che per primo ha evidenziato il problema della sottocapitalizzazione delle società in tutta Europa è stato PAVONE LA ROSA, *La teoria dell'imprenditore occulto nell'opera di Walter Bigiavi*, in *Riv. Dir. Civ.*, 1967, I, p. 674 ss. In argomento, PORTALE, *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzate*, in *Trattato delle S.p.A.*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 1**, Torino, 2004, p. 1 ss.; SANDULLI, *I controlli delle società come strumenti di*

rischio d'impresa viene scaricato completamente sui creditori, i quali, ove la società abbia un patrimonio composto principalmente da *debt*, risultano essere i proprietari “sostanziali” della stessa (fornendo essi il capitale di debito), non godendo, tuttavia, di alcun corrispondente potere di gestione né di alcun diritto alla distribuzione di un eventuale attivo, poiché rimangono i soci i proprietari “formali” – e quindi – i gestori della società ⁽¹²⁾.

Alterandosi gli equilibri fisiologici tra proprietà “reale” e controllo, nonché tra effetti giuridici e conseguenze economiche dell'attività, si tende spesso a ritenere che in situazioni di pre-insolvenza o anche solo in seguito alla perdita della continuità aziendale l'interesse dei creditori debba essere perseguito dagli amministratori della società con maggiore intensità rispetto a quanto già imposto, in situazioni di *going concern*, dalle regole in materia di capitale sociale e, nella società per azioni, dall'art. 2394 c.c. ⁽¹³⁾.

tempestiva rilevazione della crisi di impresa, in *Fallimento*, 2009, p. 1101 ss.; MAUGERI, *Struttura finanziaria della s.p.a. e funzione segnaletica del capitale nel diritto europeo armonizzato*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, I, p. 1 ss., p. 2; ID., *Dalla struttura alla funzione della disciplina sui finanziamenti soci*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, I, p. 133 ss.; KLEIN – COFFEE JR. – PARTNOY, *Business Organization and Finance. Legal and Economic Principles* (XI ed.), New York, 2010, p. 271 ss.; PRESTI, *Commento all'art. 2467*, in *Codice commentato delle s.r.l.*, diretto da Benazzo e Patriarca, Torino, 2006; ABRIANI, *Finanziamenti «anomali» dei soci e regole di corretto finanziamento nella società a responsabilità limitata*, in *Il diritto delle società oggi – innovazioni e persistenze*, Studi in onore di Giuseppe Zanarone, a cura di P. Benazzo, M. Cera, S. Patriarca, Torino, 2011, p. 319 ss., reperibile su www.associazionepreite.it; MAZZONI, *La responsabilità gestoria per scorretto esercizio dell'impresa priva della prospettiva di continuità aziendale*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*, Liber amicorum Antonio Piras, Torino, 2010, p. 813 ss.; ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, in *Codice civile. Commentario*, fondato da P. Schlesinger e diretto da Busnelli, Milano, 2010, p. 441 ss.

¹² Sulla divergenza che in situazioni di crisi si viene a creare, in termini *statici*, tra *appartenenza giuridica delle risorse* del debitore e *destinazione del relativo valore*, nonché, in una dimensione *dinamica*, tra *effetti giuridici* e *conseguenze economiche* dell'agire del debitore, v. FERRI G. JR., *Impresa in crisi e garanzia patrimoniale*, in AA. VV., *Diritto fallimentare (Manuale breve)*, Milano, 2008, p. 31 ss., p. 34.

¹³ Cfr. ROSSI A., *La governance dell'impresa in fase di ristrutturazione*, Paper presentato in occasione del III Convegno annuale dell'Associazione dei Professori

In particolare poi, anche alla luce delle novità normative apportate dal D.L. n. 83/2012 (e dalla relativa legge di conversione) è sempre più diffusa l'opinione per cui, nell'ambito della crisi pre-concorsuale e dunque fino al deposito del piano e della proposta concordatari, la "stella polare cui orientare le scelte di gestione" debba essere il criterio del miglior soddisfacimento dei creditori, mentre, al contrario, gli interessi dei soci debbano rilevare solo quale limite esterno all'attività gestoria. Ed infatti la *ratio* delle procedure concorsuali è individuata proprio nel trasferimento del controllo societario ai creditori quando essi sono diventati, nella sostanza, *residual claimants*, nonché "nel creare un'organizzazione perché i creditori possano effettivamente esercitare il controllo (in vista di una liquidazione del patrimonio o di una ristrutturazione finanziaria dell'impresa)" ⁽¹⁴⁾.

Tuttavia, appare opportuno operare delle distinzioni all'interno del concetto generale di "crisi", nonché specificare cosa s'intende per "continuità aziendale": è infatti scopo del presente lavoro rilevare, da un lato, che sebbene la "crisi" nel suo complesso si presti con favore al rischio di comportamenti opportunistici dei soci, non ogni situazione patologica è in grado di arrecare un pregiudizio principale e immediato ai creditori; e, dall'altro lato, che anche quando la crisi è ormai concorsuale (e dunque regolata dal diritto fallimentare), anche gli interessi dei soci possono apparire, in alcune ipotesi, connotati di una certa rilevanza.

Nei paragrafi che seguono, si procede dunque a definire il concetto di "crisi" e "continuità aziendale" per passare poi ad analizzare ogni forma di patologia dell'impresa, al fine di comprendere se sia

Universitari "Orizzonti del Diritto Commerciale" presso l'Università di Roma Tre, 21-22 febbraio 2014, p. 7.

¹⁴ Cfr. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia – Le procedure di insolvenza*, Bologna, 2007, p. 67 ss.; ID., *Proprietà e controllo*, cit., p. 1041 ss.; JORIO, *Fallimento e concordato fallimentare*, Milano, 2016.

effettivamente condivisibile che l'obiettivo dell'operato degli amministratori di una società in "crisi" debba essere sempre ed esclusivamente il perseguimento degli interessi dei creditori.

2. La crisi d'impresa, ovvero il rischio di perdita del *going concern* e il *dying concern*.

Incominciando dunque con l'inquadrare il concetto di "crisi" in generale, si può osservare che la sua definizione più esatta risulta ricavabile *a contrario* dal paragrafo 2 (*Going Concern Assumption*) del *G5 International Standard on Auditing 570 Going Concern*: secondo tale Principio, infatti, "*under the going concern assumption, an entity is viewed as continuing in business for the foreseeable future*" ⁽¹⁵⁾; ovvero, "in base al presupposto della *continuità aziendale*, un'impresa viene considerata *in grado di continuare a svolgere la propria attività in un prevedibile futuro*" ⁽¹⁶⁾.

La crisi d'impresa in generale è quindi definibile come "*rischio di perdita delle prospettive di continuità aziendale*": facendo un'osservazione banale, infatti, se un'impresa è in grado di operare

¹⁵ Il suddetto Principio è "*effective for audits of financial statements for periods beginning on or after December 15, 2009*". Analogamente, l'*International Standard on Auditing 570 (Revised) Going Concern (effective for audits of financial statements for periods ending on or after December 15, 2016)*, par. 2 (*Going Concern Basis of Accounting*): "*Under the going concern basis of accounting, the financial statements are prepared on the assumption that the entity is a going concern and will continue its operations for the foreseeable future*".

¹⁶ Cfr. il Principio di Revisione Internazionale (ISA Italia) 570 Continuità aziendale (in vigore per le revisioni contabili dei bilanci relativi ai periodi amministrativi che iniziano dal 1° gennaio 2015 o successivamente), par. 2 (Presupposto della continuità aziendale).

come un'entità in funzionamento in un prevedibile futuro è un'impresa *in bonis*, mentre se non lo è, è evidentemente un'impresa *in crisi* ⁽¹⁷⁾.

Il presupposto della *continuazione dell'attività*, infatti, è anche un principio contabile per la stima delle poste di bilancio, onde valutare la capacità di funzionamento della società: già la IV Direttiva CEE del 25 luglio 1978, n. 660, all'art. 31, par. 1, lett. A, prevedeva che la valutazione delle voci dovesse essere fatta in base alla presunzione "che la società *continui le proprie attività*". E anche nel nostro ordinamento l'art. 2423-bis, comma 1, n. 1), c.c. (aggiunto dal D.lgs. 9 aprile 1991, n. 127 e poi sostituito dal D.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6), rubricato "Principi di redazione del bilancio", ha poi stabilito che "nella redazione del bilancio [...] la valutazione delle voci deve essere fatta [...] *nella prospettiva della continuazione dell'attività*", ovvero secondo il principio del *going concern* (cd. "*impresa avviata*") (¹⁸), contrapponendosi dunque alla valutazione delle voci di bilancio a scopo liquidatorio ⁽¹⁹⁾.

¹⁷ In senso analogo, cfr. SANDULLI, *I controlli delle società*, cit., p. 1104 e ss., secondo il quale la crisi è "quella situazione che *pone a rischio la prospettiva della continuazione dell'attività*".

¹⁸ Sulla rilevanza dell'art. 2423-bis (nonché dell'art. 2428, comma 3, n. 6) c.c. proprio in una prospettiva di rilevazione della crisi, v. VICARI, *I doveri degli organi sociali e dei revisori in situazioni di crisi di impresa*, in *Giur. comm.*, 2013, p. 128 ss., p. 135. Sull'art. 2423-bis c.c., v. PACIELLO, *Commento all'art. 2423-bis*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1996, p. 227 ss.; BALZARINI, *Commento agli artt. 2423-2423-bis c.c.*, in *Obbligazioni. Bilancio*, a cura di Notari e Bianchi, in *Commentario Marchetti*, Milano, 2006.

¹⁹ Il principio di *continuazione dell'attività* costituisce infatti il principio fondamentale di tutti i criteri di valutazione: al riguardo, v. COLOMBO, *Il bilancio d'esercizio*, in *Bilancio d'esercizio e consolidato*, a cura di Colombo e Olivieri, in *Trattato Colombo – Portale*, VII, Torino, 1994; BOCCHINI, *Manuale di diritto della contabilità delle imprese*, Torino, 1995, p. 200 ss.; PONTANI, *I principi di redazione del bilancio*, in *Aa.Vv., Il bilancio d'esercizio. I principi di formazione secondo la nuova disciplina del codice civile*, a cura di Palma, Milano, 1995, p. 51 ss.; DI SABATO, *Bilancio (diritto privato)*, in *Enc. dir.*, Milano, 1998, Agg. II, p. 137 ss.; DESARIO, *Bilancio ordinario e bilanci di liquidazione*, Milano, 1998, p. 49 ss.; SASSO, *Clausole generali e principi di redazione del bilancio. Le società per azioni. Il bilancio d'esercizio*, I, in *Giur. sist.*, fondata da Bigiavi, Torino, 2004, p. 289 ss.; CARATOZZOLO, *Il bilancio d'esercizio*, Milano, 2006; BOCCHINI, *Diritto della*

Così, anche il Documento IAS 1, Presentazione del bilancio, par. 24 (Continuità aziendale), stabilisce che “nella fase di preparazione del bilancio, la direzione aziendale deve effettuare una valutazione della capacità dell’entità di continuare a operare come un’*entità in funzionamento*” ⁽²⁰⁾.

La coincidenza del concetto di “*rischio di perdita delle prospettive di continuità aziendale*” con quello di “*crisi d’impresa*” risulta poi particolarmente evidente all’interno del Principio ISA 570, poiché da una lettura del suddetto Principio si può osservare che il rischio di perdita del *going concern* ricomprende al suo interno *tutte* le ipotesi di crisi, sia da un punto di vista *tipologico* che per quanto riguarda la *gravità*: gli “*eventi o circostanze che possono far sorgere dubbi sul presupposto della continuità aziendale*”, infatti, si dividono in indicatori di vario genere ⁽²¹⁾.

Vi sono innanzitutto indicatori *finanziari*: alcuni sono *gravi*, come ad esempio deficit patrimoniale, capitale circolante netto negativo, bilanci storici o prospettici che mostrano *cash flow* negativi, incapacità di pagare i debiti alla scadenza; altri, invece, sono *più lievi*, come la presenza d’indizi di cessazione del sostegno finanziario da parte dei creditori e l’incapacità di ottenere finanziamenti per lo sviluppo di nuovi prodotti o per altri investimenti necessari o il cambiamento delle

contabilità delle imprese, Bilancio d’esercizio, Vol. II, Torino, 2010; BIANCHI, *Bilanci, operazioni straordinarie e governo dell’impresa. Questioni di diritto societario*, Milano, 2013, p. 67 ss.

²⁰ Sull’introduzione dei principi IAS/IFRS v., tra gli altri, LOLLI, *Il regolamento di adozione dei principi contabili internazionali IAS/IFRS*, in *Nuove leggi civ.*, 2003, p. 785 ss.; STRAMPELLI, *L’introduzione dei principi IAS/IFRS e gli effetti sulla disciplina giuridica del bilancio di esercizio*, in *Obbligazioni e bilancio (Artt. 2410-2435-bis c.c.)*, a cura di Notari e Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti – Bianchi – Ghezzi – Notari, Milano, 2006, p. 373 ss.; BUSSOLETTI, *Bilancio e revisione contabile: sette anni di disciplina all’ombra degli IAS e delle direttive comunitarie*, in *Riv. Soc.*, 2011.

²¹ Cfr. Principio Isa 570, parr. 10 e A2 – A6 (*Risk Assessment Procedures and Related Activities*).

forme di pagamento concesse dai fornitori dalla condizione “a credito” alla condizione “pagamento alla consegna”.

Vi sono poi indicatori *gestionali*, quali la perdita di amministratori o di dirigenti chiave senza riuscire a sostituirli; la perdita di mercati fondamentali, di clienti chiave, di contratti di distribuzione, di concessioni o di fornitori importanti o la scarsità nell’approvvigionamento di forniture importanti.

Infine, sono presenti “altri” indicatori, come quello *patrimoniale* rappresentato dalla riduzione del capitale al di sotto del limite legale, o dalla non conformità (del capitale) ad altre norme di legge ⁽²²⁾ (come nel nostro ordinamento possono essere le disposizioni di cui agli artt. 2446 o 2447 c.c., che impongono determinati *capital requirements*); contenziosi legali e fiscali che, in caso di soccombenza, potrebbero comportare obblighi di risarcimento che l’impresa non è in grado di rispettare; modifiche legislative o politiche governative dalle quali si attendono effetti sfavorevoli all’impresa.

Poi, non essendo tale elenco esaustivo, come specifica lo stesso Principio, a tali “*Events or Conditions That May Cast Doubt about Going Concern Assumption*” è quindi ben possibile aggiungere anche indicatori *economico-reddituale*, come la diminuzione della produzione e degli investimenti, il rallentamento degli acquisti, la progressiva riduzione del fatturato e quindi degli utili ⁽²³⁾; oppure ulteriori

²² Cfr. Principio Isa 570, par. A2 (*Risk Assessment Procedures and Related Activities – Events or Conditions That May Cast Doubt about Going Concern Assumption*): “non-compliance with capital or other statutory requirements”.

²³ Come specifica il Principio, l’elenco non è esaustivo e la presenza di uno o di alcuni degli elementi indicati non implica necessariamente l’esistenza di un’incertezza significativa. Infatti, “la rilevanza di certi eventi o circostanze può spesso essere attenuata da altri fattori. Ad esempio, il fatto che un’impresa non sia in grado di saldare i debiti ordinari può essere compensato da un piano della direzione volto al mantenimento di adeguati flussi di cassa con strumenti alternativi, quali la cessione di attività, la rinegoziazione dei termini di pagamento dei prestiti o l’aumento di capitale. Analogamente, la perdita di un importante fornitore può essere attenuata dalla disponibilità di un’adeguata fonte alternativa di approvvigionamento” (così l’ISA Italia 570).

indicatori patrimoniali, come ad esempio la perdita del capitale *oltre un terzo* (sebbene non al disotto del minimo legale) o anche in misura *inferiore* a detto *terzo* (sempre che in quest'ultimo caso, ovviamente, le perdite non siano da ricondurre a situazioni fisiologiche della vita dell'impresa, come normalmente accade in fase di costituzione della società).

La valutazione della sussistenza della crisi – ovvero del rischio di perdita della continuità aziendale – pertanto, comporta il necessario compimento di una valutazione prospettica, tenuto conto di tutti gli indicatori sopra evidenziati, nonché di tutte le informazioni disponibili sul futuro, che è relativo ad almeno, ma non limitato a, *dodici mesi* dopo la data di chiusura dell'esercizio (il “*foreseeable future*” cui si riferisce il Principio ISA 570). Inoltre, se l'impresa ha un pregresso di attività redditizia e dispone di facile accesso alle risorse finanziarie, non sarà necessario effettuare analisi dettagliate; altrimenti, sarà opportuno considerare una vasta gamma di fattori relativi alla redditività attuale e attesa, ai piani di rimborso dei debiti e alle potenziali fonti di finanziamento alternative, prima di ritenere che sussista il presupposto della continuità aziendale ⁽²⁴⁾.

È dunque evidente che la crisi d'impresa in senso tecnico è un concetto molto ampio e non è definibile semplicemente come “rischio d'insolvenza” (definizione da cui esulerebbe, oltretutto, l'insolvenza stessa) ⁽²⁵⁾. Lo stato di crisi, al contrario, si modula attraverso la

²⁴ Cfr. IAS 1, par. 25 e 26 (Continuità aziendale). Così com'è possibile che *test* contabili negativi siano compensati da piani strategici, industriali e finanziari in una prospettiva di risanamento dell'impresa (cfr. LOLLI, *Situazione finanziaria e responsabilità nella governance delle s.p.a.*, Milano, 2009, p. 96 ss.).

²⁵ Così, invece, ROCCO DI TORREPADULA, *La crisi dell'imprenditore*, in *Giur. comm.*, 2009, I, p. 228 ss., p. 233. Analogamente, ROSSI G., *Crisi dell'impresa: soluzioni al confine tra diritto fallimentare e societario*, in *Fallimento*, 1997, p. 914 ss.; VITIELLO, *Il nuovo concordato preventivo: disciplina e primi problemi applicativi*, in *La riforma della legge fallimentare. Profili della nuova disciplina*, a cura di Ambrosini, Bologna, 2006, p. 296 ss.; BONFATTI – CENSONI, *La riforma dell'azione revocatoria fallimentare, del concordato preventivo e degli accordi di*

moltitudine eterogenea di *twilight zone* sopra evidenziata (di tipo *finanziario, patrimoniale, gestionale o economico-reddituale*) ⁽²⁶⁾ e, come specificato anche dall'art. 160, comma 3, l.f., arriva a ricomprendere al suo interno, nel suo stadio più grave di *black zone*, anche lo stato d'*insolvenza*, che, come noto, ai sensi dell'art. 5, comma 2, della legge fallimentare “si manifesta con inadempimenti od altri fatti esteriori, i quali dimostrino che il debitore non è più in grado di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni”, analogamente a quanto sancisce il Principio ISA 570 (“incapacità di pagare i debiti alla

ristrutturazione nelle procedure concorsuali, Padova, 2006, p. 180 ss.; MACARIO, *Insolvenza, crisi d'impresa e autonomia contrattuale. Appunti per una ricostruzione sistematica delle tutele*, in *Riv. soc.*, 2008, p. 116; AMBROSINI, *I presupposti per l'accesso al concordato*, in AMBROSINI – DEMARCHI – VITIELLO, *Il concordato preventivo e la transazione fiscale*, Bologna, 2009, p. 5 e ss.; JACHIA, *Il concordato preventivo*, in *Fallimento e altre procedure concorsuali*, diretto da Fauceglia e Panzani, 3, Torino, 2009, p. 1573 ss., p. 1598; RACUGNO, *Venir meno della continuità aziendale e adempimenti pubblicitari*, in *Giur. comm.*, 2010, I, p. 213 ss.; BOGGIO, *Amministrazione e controllo delle società di capitali in concordato preventivo (dalla domanda all'omologazione)*, in AA.VV., *Amministrazione e controllo nel diritto delle società – Liber amicorum Antonio Piras*, Torino, 2010, p. 852 ss.; BRIZZI, *Crisi di impresa e doveri di gestione nelle società di capitali*, Napoli, 2010, p. 71 ss.; ROSSI S., *Le crisi d'impresa*, in AA.VV. *Diritto fallimentare. Manuale breve*, Milano, 2008, p. 30; STRAMPELLI, *Capitale sociale e struttura finanziaria nelle società in crisi*, in *Riv. soc.*, 2012, p. 605 ss.; NIGRO, *La disciplina delle crisi patrimoniali delle imprese. Lineamenti generali*, Torino, 2012, p. 227 ss.

Sostiene invece che la nozione di crisi coincida con quella d'insolvenza (rendendo dunque privo di significato il “nuovo” art. 160, comma 3, l.f.) GALLETTI, *Art. 160*, in *Il nuovo diritto fallimentare, Commentario*, diretto da Jorio, Bologna, 2007, p. 2274 ss. Per una critica a tale visione, v. invece LO CASCIO, *Il concordato preventivo*, Milano, 2008, p. 165 ss.; in giurisprudenza, v. Trib. Milano, 7 novembre 2005, in *Fallimento*, 2006, p. 51 ss.; Trib. Bari, 21 novembre 2005, *ivi*, 2006, p. 169 ss.; Trib. Sulmona, 14 novembre 2006, *ivi*, 2007, p. 109 ss.

²⁶ Le cd. *twilight zone* non sono, pertanto, un’“area economico-temporale antecedente ad una situazione di crisi in senso tecnico, sita in uno stadio prodromico sospeso tra il rischio di insolvenza e le prospettive di risanamento”: in questo senso, invece, MONTALENTI, *La gestione dell'impresa di fronte alla crisi tra diritto societario e diritto concorsuale*, in *RDS*, 2011, n. 4, p. 820. Sottolinea l'eterogeneità della nozione di crisi anche LO CASCIO, *Il concordato preventivo nel quadro degli istituti di risanamento*, in *Fallimento*, 2012, p. 137 ss.

scadenza”) (27). Peraltro, proprio perché anche lo stato d’insolvenza consente l’utilizzo dello strumento concordatario – il quale, come noto, oggi non rappresenta necessariamente la “fine” dell’impresa e la liquidazione dell’azienda (28) – si può dubitare che l’insolvenza stessa possa definirsi *sempre* come crisi “irreversibile”, essendo *tutto* il concetto di crisi “una fase dinamica di cui è ancora ignota l’evoluzione finale” (29). Piuttosto, anziché di *reversibilità*, si potrebbe più propriamente parlare di *stabilità*, nel senso di distinguere, tra le varie circostanze indicative dello stato di crisi, quelle momentanee da quelle *stabili*: le prime, superabili attraverso piani strategici, industriali e finanziari elaborati *internamente* dall’organo amministrativo in una prospettiva di risanamento; le seconde, al contrario, risolvibili soltanto mediante l’utilizzo (tempestivo) di determinati strumenti di regolamentazione “*esterna*” della crisi, quali il concordato preventivo, il fallimento oppure lo strumento (seppur “*interno*”) della convocazione dell’assemblea che la legge impone (ed allora *esternamente*) agli

²⁷ In questo senso, v. AMBROSINI, *I presupposti per l’accesso al concordato*, in AMBROSINI – DE MARCHI – VITIELLO, *Il concordato preventivo*, cit.; PAJARDI – PALUCHOWSKY, *Manuale di diritto fallimentare* (VII ed.), Milano, 2008, p. 814 ss.

²⁸ Per l’evoluzione del concordato preventivo, da istituto premiale per l’imprenditore “onesto e sfortunato” (introdotto con la L. 24 maggio 1903, n. 197), a vero e proprio accordo transattivo rimesso alla volontà delle parti non avente più mere finalità liquidatorie (con radicale modifica della legge fallimentare del 1942 ad opera del “decreto competitività” D.L. 14 marzo 2005, n. 35, della “riforma organica delle procedure concorsuali” di cui al D.Lgs. 9 gennaio 2006, n. 5, e del “decreto correttivo” 12 settembre 2007, n. 169), v. CAFFI, *Il concordato preventivo*, in *Il diritto fallimentare riformato. Commento sistematico*, a cura di Schiano Di Pepe, Padova, 2007, p. 606 ss.

²⁹ Così PRESTI, *Rigore è quando arbitro fischia?*, in *Fallimento*, 2009, p. 25 ss., p. 27. In questo senso, HERTIG – KANDA, *Creditor Protection*, in KRAAKMAN – DAVIES – HANSMANN – HERTIG – HOPT – KANDA – ROCK, *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, Oxford University Press, 2004, p. 71 ss., reperibile su www.ssrn.com, i quali, alla nt. 7, precisano che “*filing for ‘bankruptcy’ does not necessarily mean that the firm will be liquidated, as it also may lead to its reorganization and the continuation of corporate activities*”. Nel senso invece che lo stato d’insolvenza presuppone sempre l’incapacità *definitiva* di adempiere regolarmente alle proprie obbligazioni, v. TEDESCHI, *Manuale del nuovo diritto fallimentare*, Padova, 2006, p. 537 ss.

amministratori non appena venga riscontrata una perdita di capitale oltre il terzo ⁽³⁰⁾.

Ne consegue che nemmeno la *perdita* della continuità aziendale (“*dying concern*” ⁽³¹⁾), definibile allora come *accertamento* – e non più solo “rischio” – dell’impossibilità, *stabile* e *insuperabile* (nel senso di cui sopra), di continuare a svolgere la propria attività in un prevedibile futuro, può essere considerato quale concetto unitario, senza differenziazioni al suo interno.

In primo luogo, non può identificarsi soltanto alla stregua di uno squilibrio finanziario grave assimilabile all’insolvenza ⁽³²⁾, giacché in primo luogo la legge non prevede più che la dichiarazione di fallimento costituisca causa di scioglimento della società di capitali ⁽³³⁾; e in secondo luogo perché, come sopra evidenziato, gli indicatori rilevanti per valutare la sussistenza del *going concern* sono di varia natura. Né, all’opposto, e per la medesima ultima ragione, la perdita delle prospettive di continuità aziendale può essere concepita come una grave crisi solo di tipo reddituale.

D’altro canto, nemmeno è condivisibile che il *dying concern* venga identificato come impossibilità di conseguire l’oggetto sociale e, quindi, come causa di scioglimento della società ⁽³⁴⁾: infatti, in primo luogo la

³⁰ E v. infatti anche quanto specificato dallo stesso Principio ISA 570, riportato sopra alla nt. 28. Con riguardo alla distinzione tra insolvenza e temporanea difficoltà ad adempiere le obbligazioni, v. inoltre FERRI G., *Insolvenza e temporanea difficoltà*, in *Riv. dir. comm.*, 1967, I, p. 446. In giurisprudenza, v. Cass. 12 aprile 2006, n. 8580; Cass., 28 novembre 2008, n. 28445; Cass., 24 febbraio 2011, n. 4559.

³¹ RACUGNO, *Venir meno della continuità aziendale*, cit.

³² Per l’insufficienza dei mezzi finanziari quale causa di scioglimento per impossibilità sopravvenuta della società, valutabile peraltro solo *a posteriori*, v. invece SPOLIDORO, *Capitale sociale*, cit., secondo cui se la società trova credito presso i soci o presso terzi, essa è in grado di funzionare.

³³ Cfr. infatti l’art. 2448 c.c. ante riforma del diritto societario (D.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6) il quale sanciva, al comma 2, che “la società si scioglie inoltre [...] per la dichiarazione di fallimento [...]”, inciso invece scomparso nell’attuale formulazione dell’art. 2484 c.c.

³⁴ In questo senso, invece, RACUGNO, *Venir meno della continuità aziendale*, cit.

causa di scioglimento di cui all'art. 2484, comma 1, n. 2, c.c. deve essere oggettiva, definitiva e *irreversibile* (e proprio in questo senso può leggersi il secondo periodo della disposizione: “salvo che l'assemblea, all'uopo convocata senza indugio, *non deliberi le opportune modifiche statutarie*”) ⁽³⁵⁾, mentre, come detto sopra, più che “irreversibilità”, sembra preferibile considerare la perdita della continuità aziendale in termini di stabilità. In secondo luogo, sembra eccessivo che in seguito all'accertamento della sussistenza – seppur durevole e insuperabile attraverso piani interni di risanamento – di uno o più indicatori di cui al Principio ISA 570 si possa imporre agli amministratori di procedere alle formalità pubblicitarie nel registro delle imprese *ex art.* 2485, comma 1, c.c. e che gli stessi, inoltre, conservino il potere di gestire la società *soltanto* ai fini della *conservazione* dell'integrità e del valore del patrimonio sociale (art. 2486, comma 1, c.c.), proprio perché, come già evidenziato, gli indicatori di cui al Principio ISA 570 sono molto diversi sia per tipologia sia per gravità e non è quindi possibile imporre all'organo amministrativo tale obbligo unitario valevole per ciascuna ipotesi di *dying concern*: nel caso, ad esempio, della riduzione del capitale al disotto del limite legale, per quanto questa sia una causa di scioglimento *ex lege* (art. 2484, comma 1, n. 4) c.c.), essa – a seconda dell'interpretazione – o è subordinata alla condizione sospensiva negativa della mancata assunzione delle deliberazioni necessarie (*ex artt.* 2447 e 2482-ter c.c.) ⁽³⁶⁾ oppure opera automaticamente ed immediatamente “salvo” il verificarsi della condizione risolutiva

³⁵ In tal senso, v. RACUGNO, *op.cit.*

³⁶ Entro un termine, tuttavia, non specificato. Per questa tesi, v. Trib. Milano, 2 marzo 1988, in *Società*, 1988, p. 217 ss.; Trib. Napoli 2 luglio 1996, in *Le Società*, 1996, p. 1203 ss. In dottrina v. GRAZIANI, *Diritto delle società*, Napoli, 1963, p. 535 ss.; FRÈ, *Società per azioni*, in Commentario Scialoja – Branca, 1982, p. 833; FERRI G., *Le società*, Torino, 1985, p. 960; COTTINO, *Le società. Diritto commerciale*, Padova, 1999, p. 570; DI SABATO, *Diritto delle società*, Milano, 2003, p. 402; CAMPOBASSO G.F., *Diritto commerciale*, 2015 (IX ed.), Vol. II; SPOLIDORO, *La riduzione del capitale sociale nelle s.r.l.*, in *Riv. dir. soc.*, 2007, III, p. 16 ss.

costituita dall'adozione dei necessari provvedimenti ⁽³⁷⁾: in altre parole, quale sia la tesi che si voglia seguire, in tale situazione l'obbligo degli amministratori è *convocare* senza indugio *l'assemblea* e non, invece, procedere immediatamente agli adempimenti pubblicitari *ex art. 2485 c.c.* ⁽³⁸⁾ (che vanno invece assolti solo in un momento successivo, ove l'assemblea non abbia adottato i debiti provvedimenti).

Ancora, a seguito dell'accertamento dell'impossibilità durevole e insuperabile di pagare i debiti alla scadenza, le strade obbligate da percorrere sono semmai – come si vedrà meglio in seguito ⁽³⁹⁾ – la presentazione di una domanda di concordato preventivo o della dichiarazione di fallimento, ma non l'iscrizione presso il registro delle imprese della dichiarazione di accertamento della causa di scioglimento *ex art. 2484, comma 3, c.c.*, come richiamato dall'*art. 2485, comma 1, c.c.*.

³⁷ Per la tesi della condizione risolutiva con efficacia *ex tunc*, cfr. Cass. 28 giugno 1980, n. 4089, in *Giust. Civ.*, 1981, I, p. 1745 ss.; Cass. 29 ottobre 1994, n. 8928, in *Le Società*, 1995, p. 359 ss.; App. Venezia 2 agosto 1995, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1995, I, p. 989 ss.; Cass. 17 settembre 1997, n. 9252, in *Società*, 1998, p. 1025; Trib. Reggio Emilia, 14 agosto 1998, in *Giur. merito*, 1999, p. 499 ss.; Cass. 17 novembre 2005, n. 23262, in *Società*, 2006, p. 1229. In dottrina, v. FENGHI, *La riduzione del capitale*, Milano, 1974, p. 78; BONELLI, *La responsabilità degli amministratori*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo – Portale, Torino, 1991, p. 332; RORDORF, *Perdite del capitale e responsabilità per le nuove operazioni*, in *Società*, 1992, p. 1486; NOBILI – SPOLIDORO, *La riduzione del capitale*, in *Trattato delle società per azioni*, a cura di Colombo – Portale, Vol. 6, tomo 1, Torino, 1993, p. 262 ss.; Commissione società del Comitato Triveneto dei Notai, *Massima H.G.8. (Sottoscrizione della ricostituzione del capitale sociale ridotto per perdite - 1° pubbl. 9/04)*, reperibile su <http://www.notaitriveneto.it>, secondo cui, “ricorrendo l'ipotesi di cui all'*art. 2484 n. 4 c.c.*, fino a quando il deliberato aumento non sia sottoscritto per un ammontare almeno pari a quello del capitale minimo legale, la causa di scioglimento è attuale”; NOBILI, *La riduzione del capitale*, in *AA.VV., Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum G.F. Campobasso*, diretto da Abbadessa – Portale, Torino, 2007, III, p. 298 ss., p. 337.

³⁸ E anzi, la mancata convocazione dell'assemblea *ex art. 2447 c.c.* è elemento idoneo a giustificare il sospetto di gravi irregolarità nell'adempimento dei doveri degli amministratori, potendo quindi formare oggetto di denuncia al Tribunale *ex art. 2409 c.c.* (cfr. App. Napoli 29 gennaio 1988, in *Società*, 88.736).

³⁹ V. oltre, il capitolo 3.

Che la continuità aziendale sia un concetto poliedrico che impone agli amministratori obblighi diversi in base alla tipologia (della o) delle circostanze espressive del *rischio di perdita* del *going concern* o del *dying concern*, è del resto comprovato anche dagli studi di economia aziendale ⁽⁴⁰⁾: da un lato, infatti, essa presuppone l'*equilibrio economico*, inteso come la capacità del sistema aziendale di garantire, attraverso i ricavi, un'adeguata remunerazione dei fattori produttivi impiegati, compreso il capitale investito ⁽⁴¹⁾; dall'altro lato, invece, postula l'*equilibrio finanziario*, definibile come la capacità dell'impresa di garantire, in ogni momento, un'adeguata copertura dei fabbisogni finanziari che si manifestano ⁽⁴²⁾. Sebbene si tratti di due aspetti strettamente connessi, il risultato finanziario non segue sempre il risultato economico, ed infatti, se non vi è sincronia fra entrate e uscite connesse allo svolgimento della gestione reddituale, può verificarsi che il sistema aziendale si trovi in condizioni di *disequilibrio finanziario*, pur avendo perseguito condizioni di *equilibrio economico* ⁽⁴³⁾. E così, al contrario, è possibile che si verifichi un *disequilibrio economico-reddituale* (come ad esempio la diminuzione della produzione e degli

⁴⁰ Cfr. CARAMIELLO, *L'indagine prospettiva nel campo aziendale*, Pisa, 1965; ID., *Programmi e piani aziendali*, Milano, 1971; ID., *L'azienda, operazioni di gestione e dinamica dei valori*, Milano, 1988.

⁴¹ V. AMADUZZI, *Il sistema dell'impresa nelle condizioni prospettiche del suo equilibrio*, Roma, 1948; ID., *L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*, Torino, 1978.

⁴² Cfr. Fondazione Aristeia – Istituto di Ricerca dei Dottori Commercialisti, *Documento n. 12 (L'equilibrio finanziario)*, reperibile su <http://www.fondazionenazionalecommercialisti.it>.

⁴³ Così DI LAZZARO, *La situazione finanziaria aziendale*, Milano, 1995, p. 20 ss. Cfr. altresì RACUGNO, *Venir meno della continuità aziendale*, cit., il quale sottolinea che “il conseguimento di un *utile netto* non genera necessariamente *cassa*, e la presenza in bilancio di risorse disponibili sotto il profilo contabile non implica la sussistenza di risorse finanziarie effettivamente disponibili. Una verifica sulla *redditività* e sul grado di *capitalizzazione* dell'impresa non è sufficiente a dare conferma dell'*equilibrio finanziario* dell'impresa, sia in dipendenza del diverso tempo di scadenza dei ricavi rispetto a quello di pagamento dei costi, sia per l'insorgere di possibili insolvenze da parte della clientela nel pagamento dei prodotti e dei servizi”.

investimenti a causa di una gestione poco efficiente) pur trovandosi la società in situazione di *equilibrio finanziario*.

Potendo dunque distinguere all'interno del fenomeno del rischio di perdita del *going concern* varie patologie di diverso tipo (*finanziario*, *patrimoniale*, *gestionale* ed *economico-reddituale*, essendo ovviamente possibile un cumulo delle stesse), appare ora opportuno esaminare ogni singola tipologia di crisi, evidenziando, in particolare, come ciascuna sia in grado di pregiudicare in via diretta e immediata gli interessi di una particolare categoria di soggetti.

3. La crisi grave del *finanziamento*: il rischio di pregiudizio delle ragioni creditorie.

Cominciando dalla *crisi finanziaria* nella sua forma più *grave*, essa, come sopra accennato, può essere rappresentata, ad esempio, da deficit patrimoniale, capitale circolante netto negativo e incapacità di pagare i debiti alla scadenza. Tale patologia è dunque definibile come *grave* rischio di perdita delle prospettive di continuità aziendale *finanziaria* (o come *dying concern* finanziario, in caso di accertamento dell'impossibilità, durevole e insuperabile attraverso piani interni di risanamento, di continuare a svolgere la propria attività in un prevedibile futuro) e, evidentemente, colpisce prima di tutto gli *interessi dei creditori* sociali, i quali rischiano di non vedere soddisfatte le proprie ragioni. Si tratta, quindi, dell'unica ipotesi patologica in grado di ricomprendere al suo interno lo stato di "*crisi*" rilevante ai fini del *concordato preventivo*, la cd. *pre-insolvenza* e, infine, l'*insolvenza* vera e propria.

Nel suo stadio più acuto, infatti, la crisi finanziaria grave ricomprende l'*insolvenza*, la quale – come accennato – può dunque

concretarsi in inadempimenti o altri fatti esteriori, i quali dimostrino che l'imprenditore non è più in grado di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni in modo *durevole* e *insuperabile* attraverso piani interni di risanamento, nonché *potenzialmente irreversibile*.

In una fase meno grave – come si diceva prima – si può collocare lo stato di pre-insolvenza (cd. *vicinity of insolvency* o *zone of insolvency*), rappresentata da tutti quegli stadi intermedi in grado di far presagire concrete possibilità di pervenire all'insolvenza nel breve o medio periodo ⁽⁴⁴⁾.

Infine, come sotto-categoria più ampia della crisi finanziaria grave, vi è la “crisi” rilevante ai fini dell'art. 160 l.f., che può assumere i connotati *sia* della pre-insolvenza *sia* dell'insolvenza: il presupposto oggettivo del concordato preventivo, infatti, è evidentemente una patologia di tipo finanziario e non reddituale ⁽⁴⁵⁾, poiché in caso di crisi solo reddituale – come si spiegherà meglio nel paragrafo successivo – non vi è necessità di addivenire a una composizione negoziata della crisi con i creditori, non rischiando questi (o perlomeno non ancora, almeno fino a che la crisi reddituale non si sia combinata a una crisi finanziaria) di essere pregiudicati in via immediata.

⁴⁴ Come definita dalle Corti del Delaware, “*a prebankruptcy period in which the company is near, yet short of, actual insolvency*”: cfr. *Credit Lyonnais Bank Nederland N.V. vs. Pathe Commons Corp.*, Civ. A No. 12150, 1991 WL 277613 (Del. Ch. Dec. 30, 1991, reperibile su <https://corpgov.law.harvard.edu>). Per la difficoltà, tuttavia, di delineare con precisione i perimetri tale *zone*, v. CAMPBELL – FROST, *op. cit.*, p. 503 ss., i quali criticano altresì la confusione creata al riguardo dalle Corti con riferimento ai doveri degli amministratori: mentre, infatti, nel caso *Credit Lyonnais* il Chancellor Allan aveva affermato che *in the vicinity of insolvency* i managers hanno il dovere di massimizzare le “*corporate constituencies as a whole*”, nel successivo caso *Production Resources (Prod. Res. Group, LLC vs. NCT Group, Inc.)*, 863 A.2d 772 (Del. Ch. 2004), reperibile su <http://caselaw.findlaw.com>, il Chancellor Straine affermò che *in the vicinity of insolvency* i managers hanno il dovere di massimizzare gli interessi degli *shareholders*, “*subject to an expanded right to take actions that benefit non-shareholder constituencies at the expense of shareholders*”. La situazione di *vicinity of insolvency* viene definita in Italia come pre-insolvenza (così MONTALENTI, *La gestione dell'impresa*, cit.).

⁴⁵ In questo senso, GUGLIELMUCCI, *Diritto fallimentare*, Torino, 2008, p. 314.

Pertanto, è solo quando sopravviene la crisi finanziaria *grave* che si pone un problema di tutela prioritaria dei creditori, poiché vi è il pericolo che le conseguenze economiche della gestione del patrimonio sociale siano subite solo dai creditori, diventati allora essi stessi, in un certo senso, i veri proprietari dell'impresa, in quanto fornitori del capitale "reale" rappresentato prevalentemente da debito; mentre questo nuovo rischio non è compensato dall'attribuzione del correlativo potere di assumere le decisioni fondamentali relative all'attività d'impresa: in tal caso, viene cioè meno la coincidenza tra effetti giuridici e conseguenze economiche dell'agire del debitore ⁽⁴⁶⁾ e i creditori, in sostanza, diventano *residual claimants* dell'impresa in *grave* crisi finanziaria senza tuttavia godere delle prerogative che, invece, hanno i tipici *residual claimants* di un'impresa *in bonis* (cioè i soci) ⁽⁴⁷⁾.

È (solo) in quest'ipotesi, dunque, che può porsi il problema dell'opportunità o meno, da un lato, che gli interessi dei creditori

⁴⁶ Cfr. FERRI JR., *Impresa in crisi e garanzia patrimoniale*, cit.

⁴⁷ V. *supra*, par. 1. Sulla posizione dei creditori quali *residual claimants*, v. GILSON – VETSUYPENS, *Creditor Control in Financially Distressed Firms: Empirical Evidence*, in *Wash. U. L. Q.*, 1994, p. 1005 ss., reperibile su <http://openscholarship.wustl.edu>; SCHWARCZ, *Rethinking a Corporations' Obligation to Creditors*, in *Cardozo L. R.*, 1996, p. 665 ss., disponibile su www.ssrn.com; BLAIR – STOUT, *Director Accountability and the Mediating Role of the Corporate Board*, in *Wash. U. L. Q.*, Vol. 79, 2001, p. 403 ss.; KEAY, *The Director's Duty to Take Into Account the Interests of Company Creditors: When Is It Triggered?*, in *Melb. U. L. Rev.*, 2001, p. 317 e ss.; ID., *Directors' Duties to Creditors: Contractarian Concerns Relating to Efficiency and Over-Protection Creditors*, in *Mod. Law R.*, 2003, p. 667 ss.; ID., *A Theoretical Analysis of the Director's Duty to Consider Creditor Interests: The Progressive School's Approach*, in *J. Corp. L. St.*, 2004, p. 313 ss.; STOUT, *Bad and Not-So-Bad Arguments For Shareholder Primacy*, in *Southern California Law Review*, Vol. 75, p. 1189, 2002, p. 1192 ss.; LIPSON, *Directors' Duties to Creditors: Power Imbalance and the Financially Distressed Corporation*, cit.; HIRT, *The Wrongful Trading Remedy in UK Law: Classification, Application and Practical Significance*, in *EBOR*, 2004, p. 71 ss.; ARMOUR – MOKAL, *Reforming the Governance of Corporate Rescue: The Enterprise Act 2002*, 2005, disponibile su www.cbr.cam.ac.uk; RIBSTEIN – ALCES, *Directors' Duties in Failing Firms*, in *J. Bus. & Tech. L.*, 2007, p. 529 ss., reperibile su www.ssrn.com.

assurgano a “stella polare” dell’operato dei *managers* ⁽⁴⁸⁾ e, dall’altro lato, quindi, dell’esigenza del passaggio o meno del “controllo” *totale* dell’impresa in grave crisi finanziaria ai creditori. Si noti, passaggio del controllo “*proprietario*” e non semplicemente “passaggio del controllo”: infatti, da un lato appare arduo affermare che nessun creditore abbia mai *alcun tipo* di controllo su una società *in bonis*, essendo nota l’influenza che i cd. creditori “forti” (come le banche) sono in grado di esercitare non solo sulla gestione, ma anche sulle scelte fondamentali della vita societaria ⁽⁴⁹⁾; dall’altro lato, sembra altresì difficile affermare che tutti i soci abbiano il potere di controllare l’impresa. Infatti, anche a intendere il concetto di “controllo” esclusivamente come

⁴⁸ Si consideri, infatti, che nel caso *Gheewalla (North American Catholic Educational Programming Foundation v. Gheewalla, N. 521, 2006 (Del. Ch. May 18, 2007))*, la Corte Suprema del Delaware ha chiaramente delineato la “*shifting line*” dei *fiduciary duties* dei *directors* allo stato di “*actual insolvency*” e non altrove, nell’elusiva “*zone of insolvency*”: cioè, non in tutto lo stato di crisi finanziaria meno grave dell’insolvenza. È solo quando sopraggiunge l’*actual insolvency* che i creditori di una *corporation* “*take their place along with (or ahead of) shareholders*”. Per una visione analoga, v. RIBSTEIN – ALCES, *op. cit.* In senso contrario, invece, BAINBRIDGE, *Much Ado About Little? Directors’ Fiduciary Duties in the Vicinity of Insolvency*, in *J. Bus. & Tech. L.*, 2007, p. 336 ss., reperibile su www.ssrn.com. Sul tema, si veda più ampiamente il Capitolo 3.

⁴⁹ Come, ad esempio, sulla distribuzione dell’attivo ai soci. Cfr. EIDENMÜLLER – ENGERT, *Die angemessene Höhe des Grundkapitals der Aktiengesellschaft, AG*, 2005, 97, p. 105 ss. Ed infatti, per la possibile “qualificazione delle banche o degli esponenti (direttamente o indirettamente) loro riconducibili, come amministratori di fatto”, v. VICARI, *Finanziamenti delle banche a fini ristrutturativi*, in *Giur. Comm.*, 2008, I, p. 478 ss., p. 506, ove, alla nt. 85, ulteriori riferimenti anche di diritto comparato. Si può anzi dire efficacemente che “*when a corporation receives a \$10,000 loan from a bank, it has got itself a full-fledged banker. But when that same corporation receives a \$10,000,000 loan from a bank, not only does it have a full-fledged banker, but also something akin to a partner*”. Così Robert G. Turner, *Professor of Banking at Florida State University, Lecture - Spring Term*, 1984, citato da HASS, *Insights Into Lender Liability: An Argument For Treating Controlling Creditors As Controlling Shareholders*, in *U. Pa. L. Rev.*, 135, 1987, p. 1321 ss. Cfr. altresì le *Lender Liability Considerations* da parte dell’*American Bar Association*, leggibili su <https://www.americanbar.org>. In tema, v. altresì PENNISI, *La responsabilità della banca nell’esercizio del controllo in forza di covenants finanziari*, Relazione al Convegno “*I covenants finanziari*”, Bari, 6 giugno 2008, p. 2 ss.; BACCETTI, *Creditori extracontrattuali, patrimoni destinati e gruppi di società*, Milano, 2009.

potere di nomina degli amministratori, “e non nella sua accezione mirante ad individuare chi, all’interno della cerchia dei soci, controlli effettivamente la società” ⁽⁵⁰⁾, il risultato non cambia, poiché possono considerarsi “controllori” solo quei soci che hanno il potere *effettivo* di nominare i gestori dell’impresa: cioè, i soci di maggioranza o comunque – per l’appunto – di controllo (non riuscendo quindi a comprendere quale sia la differenza, nell’ambito della compagine sociale, tra potere di nomina degli amministratori e controllo effettivo della società).

Precisato dunque che coloro che godono del potere di controllo o d’influenza sulla gestione sono solo i soggetti “forti”, siano essi soci oppure creditori, è poi vero che in una crisi finanziaria grave i creditori, stavolta intesi come categoria onnicomprensiva, rischiano di subire le conseguenze del *default* della società e sorge quindi l’esigenza di evitare che i soci “scommettano con i loro soldi” ⁽⁵¹⁾ e trasolino totalmente su di essi il rischio d’impresa (intraprendendo, ad esempio, operazioni eccessivamente rischiose, oppure prolungando abusivamente della vita della società o, ancora, ponendo in essere *asset dilutions* ⁽⁵²⁾).

Posta da un lato l’indiscutibile necessità di tutelare i creditori, sorge, tuttavia, anche l’esigenza di valutare se, nella situazione di crisi ora descritta, gli interessi dei creditori siano gli *unici* interessi rilevanti o se, invece, in certi casi non possano apparire meritevoli di tutela *anche* gli interessi dei soci. Infatti, come si è osservato *supra*, sebbene

⁵⁰ Così invece STANGHELLINI, *Proprietà e controllo dell’impresa in crisi*, in *Riv. Soc.*, 2004, p. 1055 ss., p. 1059, in particolare nt. 11.

⁵¹ Per tale espressione, cfr. CHEFFINS, *op. cit.*, p. 77.

⁵² Cfr. MIOLA, *I doveri degli amministratori in prossimità dell’insolvenza*, in *Vicende dell’impresa e tutela dei lavoratori nella crisi dell’Alitalia*, a cura di Santoni, Napoli, 2011, p. 132. Sul fenomeno dell’*asset dilution*, ovvero dell’assunzione di ulteriori debiti allo scopo di diminuire il valore totale dei finanziamenti e aumentare il rischio di quelli assunti in precedenza, v. ENRIQUES – MACEY, *Creditor Versus Capital Formation*, cit.; MOKAL, *An Agency Cost Analysis of the Wrongful Trading Provisions: Redistribution, Perverse Incentives, and the Creditors’ Bargain*, in *Cambridge L.J.* 335, 2000, p. 14 ss., reperibile su <http://discovery.ucl.ac.uk>.

sia del tutto plausibile che una crisi finanziaria grave si combini a una crisi patrimoniale, in alcuni casi può accadere che la società, nonostante il rischio d'insolvenza, abbia un valore del patrimonio ancora attivo. Di tale problematica si tratterà diffusamente al capitolo III.

4. La crisi dell'*investimento*: crisi *più lieve* del *finanziamento*, crisi *patrimoniale* e crisi *economico-reddituale*. Il rischio di perdita del valore e della redditività delle partecipazioni.

Diversa è invece la crisi *finanziaria* di tipo *più lieve*, rappresentata da fattori che segnalano non il superamento dell'attivo da parte del passivo e l'incapacità di pagare i debiti alla scadenza, ma da una situazione patologica meno grave: ad esempio, prestiti a scadenza fissa e prossimi alla scadenza senza che vi siano prospettive verosimili di rinnovo o rimborso; eccessiva dipendenza da prestiti a breve termine per finanziare attività a lungo termine; indizi di cessazione del sostegno finanziario da parte dei creditori; incapacità di rispettare le clausole contrattuali dei prestiti; incapacità di ottenere finanziamenti per lo sviluppo di nuovi prodotti o per altri investimenti necessari ⁽⁵³⁾. Tale crisi comporta dunque un rischio *più lieve* di perdita delle prospettive di continuità aziendale *finanziaria* che, se non risolta tempestivamente, porterà con tutta probabilità a una crisi finanziaria più grave come quella descritta nel paragrafo precedente.

⁵³ Cfr. Principio ISA 570, parr. 10 e A2 – A6.

Dal momento, poi, che la “crisi” si manifesta già in quella fase che la dottrina aziendalistica definisce come declino economico ⁽⁵⁴⁾, è inoltre possibile che insorga una crisi di tipo *economico-reddituale*, attraverso, ad esempio, la diminuzione della produzione e degli investimenti, il rallentamento degli acquisti, la progressiva riduzione del fatturato e quindi degli utili, che può implicare anche una crisi di tipo *gestionale*, rappresentata, ad esempio, dalla perdita di mercati fondamentali, di clienti chiave, di contratti di distribuzione, di concessioni o di fornitori importanti, oppure dalla scarsità nell’approvvigionamento di forniture importanti ⁽⁵⁵⁾. Tale patologia, a causa della quale la società non è più in grado di generare valore, può quindi definirsi come rischio di perdita delle prospettive di continuità aziendale *economico-reddituale*. Questo declino economico, ove protratto nel tempo, può poi portare la società a chiudere il proprio esercizio in perdita, generando così una crisi di tipo *patrimoniale*. La situazione tipica e più grave è la perdita di *oltre un terzo* del capitale sociale, (l’unica ad essere) espressamente considerata dal nostro legislatore agli artt. 2446 e 2447 c.c. ⁽⁵⁶⁾, definibile allora come *grave* rischio di perdita delle prospettive di continuità aziendale di tipo *patrimoniale*. Va da sé, tuttavia, che (nonostante non si tratti di ipotesi prevista *ex lege*) la crisi patrimoniale può manifestarsi anche in forma *meno grave*, mediante la riduzione del capitale (*al disotto o meno* del minimo legale) in misura *inferiore a un terzo*, qualora ovviamente le perdite non siano da ricondurre a momenti fisiologici della vita dell’impresa (come ad esempio può accadere in fase di costituzione della società).

⁵⁴ Cfr. GUATRI, *Turnaround, declino, crisi e ritorno di valore*, Milano, 1995 p. 107 ss.

⁵⁵ Cfr. Principio ISA 570, parr. 10 e A2 – A6.

⁵⁶ Perdita che, come noto, si considera tale solo dopo aver eroso tutte le riserve, tenuto conto della loro cd. gerarchia in base alla disponibilità di ognuna. Al riguardo, v. più ampiamente il par. 2 del Capitolo 2, in particolare nt. 1 ss.

Tutte le tipologie di crisi sopra evidenziate – *finanziaria più lieve, economico-reddituale e patrimoniale* nel suo complesso – a ben vedere, non pongono un problema di *solvibilità* dell'impresa e, quindi, non mettono in pericolo gli interessi dei creditori in via immediata e principale. Tali crisi, al contrario, colpiscono *prima di tutto* gli interessi *dei soci* a non perdere il valore e la redditività delle proprie partecipazioni (ovvero del proprio *investimento*): è dunque possibile inquadrare tutte le sopra descritte tipologie di crisi nel più ampio fenomeno di crisi *dell'investimento*, più *grave* (la crisi patrimoniale rappresentata dalla perdita del capitale sociale oltre un terzo) o più *lieve* (le ipotesi di crisi finanziaria più lieve, crisi economico-reddituale e crisi patrimoniale meno grave rappresentata dalla perdita del capitale sociale in misura inferiore a un terzo sopra descritte) ⁽⁵⁷⁾.

Vi è da osservare, tuttavia, che la legge impone agli amministratori uno specifico obbligo di comportamento soltanto in caso di *grave* crisi dell'investimento, cioè la convocazione senza indugio dell'assemblea ai sensi degli artt. 2446 e 2447 c.c.. Niente è detto, invece, in relazione alla crisi dell'investimento più lieve, nonostante appaia di notevole importanza arginare e risolvere quanto prima una simile patologia prima che essa assuma i connotati di una crisi ben più grave (qualora, ovviamente, si tratti di un declino progressivo – come

⁵⁷ Per la riconducibilità della perdita del capitale sociale (esclusivamente) alla crisi dell'investimento dei soci, v. FERRI G. JR., *Struttura finanziaria dell'impresa e funzioni del capitale sociale*, in *La società a responsabilità limitata in Italia e in Spagna. Due ordinamenti a confronto*, a cura di Abriani – Embid Irujo, Milano, 2008, p. 58 ss., p. 75; ID., *Struttura finanziaria dell'impresa e funzioni del capitale sociale*, in *Riv. not.*, 2008, p. 741 ss., il quale sottolinea che la perdita, a differenza dell'insolvenza, indica una *crisi* non già dell'impresa, ma, al più, *dell'investimento* dei soci, e dunque coinvolge unicamente gli interessi di questi ultimi, e non anche dei creditori sociali; ID., *La riduzione del capitale per perdite*, in *Le operazioni sul capitale sociale: casi pratici e tecniche di redazione del verbale notarile*, Quaderni della fondazione del notariato, Milano 2008, reperibile su <http://elibrary.fondazione-notariato.it>. V. altresì STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, cit., p. 145 ss., il quale pure pone l'accento sulla differenza tra perdita del capitale e insolvenza.

nella normalità dei casi – e non di una crisi grave che sopraggiunga improvvisamente e in modo del tutto imprevedibile). E ciò anche in un’ottica di tutela (indiretta) dei creditori: infatti, la vera garanzia per questi ultimi “non è quella patrimoniale, ma è rappresentata dal corretto impiego nell’attività produttiva delle risorse patrimoniali che l’imprenditore vi ha destinato affinché *producano reddito e valorizzino l’investimento* effettuato” ⁽⁵⁸⁾.

Enucleate dunque le varie tipologie di crisi d’impresa e le problematiche che ognuna di esse pone con riguardo agli interessi meritevoli di tutela nonché, correlativamente, ai doveri degli amministratori, si procederà, nei capitoli che seguono, ad analizzare nel dettaglio ciascuna macro-tipologia di crisi, tentando di offrire delle soluzioni anche alla luce dei principi e delle regole del diritto societario non solo nazionale: nel capitolo II si tratterà della crisi dell’*investimento*, mentre il capitolo III sarà incentrato sulla crisi *grave* del *finanziamento* (entrambe da intendersi secondo l’inquadramento e la definizione proposti in precedenza).

⁵⁸ ROSSI S., *Le crisi d’impresa*, cit.

CAPITOLO II

IL RUOLO DEI SOCI E DEGLI AMMINISTRATORI NELLA CRISI DELL'INVESTIMENTO

SOMMARIO. 1. Premessa. – 2. La crisi *grave* dell'investimento: l'*obbligo* degli amministratori di convocare “senza indugio” l'assemblea e il *potere-dovere* dei soci di gestire la crisi. – 3. La crisi *più lieve* dell'investimento: *quid?* – 4. La *correttezza* e l'*adeguatezza* dell'*informazione* come criterio guida per una gestione efficiente dell'impresa. I rapporti endoconsiliari. – 5. (*Segue*) I rapporti extraconsiliari. In particolare, il potere di *voce* dei soci sulle questioni fondamentali.

1. Premessa.

Incominciando dalla crisi dell'*investimento*, che come sopra messo evidenza colpisce in via immediata gli interessi dei soci a non perdere il valore e la redditività delle proprie partecipazioni, si cerca ora d'individuare quale sia (o quale possa essere) il ruolo degli amministratori e dei soci nell'ambito sia della tipologia *più grave* (la crisi *patrimoniale grave* rappresentata dalla perdita del capitale oltre un terzo) sia di quella *più lieve* (la crisi *patrimoniale meno grave* rappresentata dalla perdita del capitale in misura inferiore a un terzo, la crisi *finanziaria più lieve* e la crisi *economico-reddituale*).

2. La crisi *grave* dell'investimento: l'*obbligo* degli amministratori di convocare “senza indugio” l'assemblea e il *potere-dovere* dei soci di gestire la crisi.

Come sopra accennato, è soltanto di fronte alla *grave* crisi dell'investimento – ovvero al manifestarsi di un *grave* rischio di perdita delle prospettive di continuità aziendale di tipo *patrimoniale* – che la legge impone agli amministratori uno specifico dovere di “reazione”: la convocazione senza indugio dell'assemblea non appena venga riscontrata la perdita del capitale in misura superiore al terzo del suo ammontare (artt. 2446, comma 1 e 2482-*bis* c.c.) oppure non appena il capitale, a causa della perdita di oltre un terzo, si riduca al disotto del minimo legale (artt. 2447 e 2482-*ter* c.c.) ⁽¹⁾. In quest'ultimo caso, i soci

¹ È da intendersi il capitale *sottoscritto*, indipendentemente da quello versato. Infatti, anche la parte di capitale non versata è capitale, sebbene sia costituito non da mezzi propri ma da crediti verso soci: si ritiene perciò legittima, ai sensi degli artt. 2446 e 2447 c.c., la riduzione del capitale anche in presenza di azioni non interamente liberate (fermo restando che i titolari delle azioni non interamente liberate che vengono annullate in seguito alla riduzione, non sono a seguito di ciò liberati dall'obbligo dei versamenti ancora dovuti). Cfr. Comitato Triveneto dei Notai, massima H.G.14 – *Delibera di riduzione per perdite di capitale non interamente liberato*. La perdita “indica valori mancanti (e dunque non più presenti): ed in particolare denota l'assenza, nell'attivo contabile, di valori sufficienti a consentire l'integrale applicazione delle altre discipline del patrimonio netto; la circostanza che la perdita segnali l'ammontare di valori mancanti emerge del resto con chiarezza dalla sua rappresentazione contabile, dal fatto cioè che essa viene espressa, nell'ambito del patrimonio netto, in termini di valore *algebricamente negativo*”. Così FERRI G. JR., *La riduzione del capitale per perdite*, in *Le operazioni sul capitale sociale: casi pratici e tecniche di redazione del verbale notarile*, Quaderni della fondazione del notariato, Milano, 2008, reperibile su <http://elibrary.fondazione-notariato.it/>. Il capitale, infatti, può considerarsi perduto oltre un terzo solo qualora le perdite abbiano eroso tutte le *riserve* (la dottrina al riguardo è praticamente unanime: cfr. MARCHETTI P., *Sulla destinazione dei saldi da rivalutazione monetaria*, in *Riv. soc.*, 1983, p. 114 ss.; COLOMBO, *Il bilancio e le operazioni sul capitale*, in *Giur. comm.*, 1984, I, p. 841 ss.; ID., *Il bilancio d'esercizio*, in *Trattato delle società per azioni*, a cura di Colombo – Portale, VII, Torino, 1994, p. 23 ss.; NOBILI – SPOLIDORO, *La riduzione di capitale*, cit., p. 197 ss.; NOBILI, *La riduzione del capitale*, cit., p. 317 ss.; TRIMARCHI G.A.M., *Le riduzioni del capitale*, in *Notariato e nuovo diritto societario*. Collana, diretta da Laurini, Milano, 2010, p. 204 ss.; BUSI, *Riduzione del capitale nelle s.p.a. e s.r.l.*, Milano, 2010, p. 25 ss.; in giurisprudenza, cfr. Cass. 2 aprile 2007 n. 8221, in *Giur. comm.*, 2008, II, p. 963 ss. e in *Vita notarile*, 2008, I, p. 135 ss.; Cass. 17 novembre 2005 n. 23269, in *Foro it.*, 2007, III, p. 919 ss. (Est. Rordorf), reperibile su www.ilcaso.it); nonché gli *utili di periodo* (cioè il risultato di segno positivo creatosi nel tempo compreso tra la chiusura

devono deliberare la riduzione del capitale in proporzione alle perdite accertate e il contemporaneo aumento dello stesso a una cifra non

dell'ultimo esercizio e la data di riferimento della situazione infrannuale), che risultano destinati alla copertura delle perdite di capitale pregresse ai sensi degli artt. 2303, comma 2, 2433, comma 3, 2478-bis, comma 5, c.c. (i quali subordinano la distribuzione degli utili – in alternativa alla previa riduzione – alla previa *reintegrazione* del capitale sociale). Cfr. Commissione Società del Consiglio Notarile di Milano, massima n. 68 – *Copertura delle perdite e rilevanza degli “utili di periodo”* (artt. 2446, 2447, 2482-bis e 2482-ter c.c.); Comitato Triveneto dei Notai, massima H.G.9 (per le S.p.A.) e I.G.17 (per le S.r.l.) – *Copertura perdite e utile di periodo*. In giurisprudenza, v. Cass. 23 marzo 2004, n. 5740, in *Giust. civ. Mass.*, 2004, p. 3 ss. (Est. Rordorf); App. Milano 2 febbraio 1999, in *Giur. It.*, 1999, p. 1667 ss.; Trib. Roma 4 febbraio 2000, in *Giur. Romana*, 2000, p. 338 ss.; Trib. Napoli 23 marzo 1999, in *Notariato*, 1999, p. 244 ss. In dottrina, v. CAMPOBASSO G.F., *Diritto commerciale*, cit., p. 518). È legittima, inoltre (anche ai fini di un aumento *gratuito*), l'utilizzo di riserve *non ancora iscritte* in bilancio perché formatesi successivamente all'ultimo bilancio approvato, purché il versamento venga effettuato entro la deliberazione medesima. Infatti, “il riferimento, contenuto negli artt. 2442 e 2481-ter c.c., all'iscrizione in bilancio delle riserve e degli altri fondi utilizzabili per l'imputazione al capitale, va inteso, in caso di apporti in denaro, nel senso sostanziale della *idoneità* delle poste utilizzate ad essere raffigurate nelle riserve del bilancio da approvare a fine esercizio, ma non della concreta iscrizione in un bilancio già approvato; le suddette norme, infatti, a differenza di quanto previsto dall'art. 2412 c.c. in caso di emissione di obbligazioni, non contengono alcun riferimento all'ultimo bilancio approvato”. Così, Commissione Società del Consiglio Notarile di Milano, massima n. 102 – *Utilizzo di riserve “da capitale” nelle operazioni straordinarie* (artt. 2442 e 2446 c.c.). Le riserve devono andare a coprire le perdite secondo una determinata gerarchia, in base alla disponibilità di ciascuna: 1. riserve facoltative e straordinarie; 2. riserve statutarie; 3. riserve da rivalutazione di beni iscritti all'attivo a valori inferiori a quelli correnti, solo ove consentito da leggi speciali (c.d. leggi di rivalutazione monetaria); 4. versamenti in conto capitale da parte dei soci; 5. riserva legale; non è invece utilizzabile la riserva azioni proprie, trattandosi di una mera posta rettificativa di bilancio. Qualora la “perdita” possa essere coperta tramite l'utilizzo di riserve disponibili, non si considera dunque rilevante ai sensi dell'art. 2446, comma 1, c.c.: in tal caso, l'assemblea in sede (solo) *ordinaria* effettuerà un mero spostamento contabile, mandando (la o) le riserve a copertura della perdita. Ove poi l'assemblea decida di ridurre il capitale nonostante l'esistenza di altre voci di netto patrimoniale, si tratterà evidentemente della diversa fattispecie di riduzione *reale* di cui agli artt. 2445 o 2482 c.c. Al contrario, in assenza di riserve disponibili, la riduzione del capitale in presenza di (e in misura proporzionale a) perdite *inferiori* al terzo è sempre *nominale* (oltre che, ovviamente, facoltativa), proprio perché viene operata per coprire le perdite, non essendo accompagnata da alcuna corrispondente riduzione del patrimonio netto. Al riguardo, v. OIC 28 – *Patrimonio netto*. In dottrina, v. FORTE – IMPARATO, *Aumenti e riduzioni di capitale*, Napoli, 1998, p. 197.

inferiore al minimo legale o la trasformazione ⁽²⁾ della società in un tipo associativo più semplice (artt. 2447 e 2482-ter c.c.), altrimenti si verifica la causa di scioglimento prevista dall'art. 2484, comma 1, n. 4, c.c. (la regola “ricapitalizza, trasforma, liquida o risana”) ⁽³⁾. Nell'ipotesi prevista dall'art. 2446, comma 1, c.c., invece, i soci *possono* adottare i *provvedimenti* ritenuti “*opportuni*”, tra cui: ridurre il capitale (ancora in via facoltativa, a differenza della riduzione di cui al 2° comma) ⁽⁴⁾; rinviare a nuovo le perdite accertate, lasciando decorrere

² Parte della dottrina ritiene possibile deliberare, in alternativa, anche la fusione o la scissione della società (su cui v. oltre, nt. 7 e 8).

³ Salvo, ovviamente, l'ipotesi di cui all'art. 182-sexies l.f. Sulla qualificazione dei provvedimenti adottati dall'assemblea come condizione sospensiva oppure risolutiva, v. sopra, Cap. I, par. 2, pp. 16-17. Inoltre, poiché la norma non prende posizione sul momento dell'esecuzione della ricapitalizzazione, ma per evitare lo scioglimento impone soltanto che l'aumento del capitale venga *deliberato* in misura non inferiore al minimo legale, si ritiene che l'esecuzione della delibera di aumento (da intendersi come *sottoscrizione* delle partecipazioni e *versamento* dei conferimenti nella misura prevista dalla legge ed eventualmente dalla delibera) possa intervenire anche *successivamente*, nel termine *ragionevole* che l'assemblea avrà fissato (*ex* artt. 2439, comma 2 o 2481-bis, comma 3), di modo che non si protragga oltre limiti accettabili l'anomalia della prosecuzione di un'attiva vita sociale in assenza della capitalizzazione minima prevista dalla legge (così, Commissione Società del Consiglio Notarile di Milano, massima n. 38 – *Azzeramento e ricostituzione del capitale sociale in mancanza di contestuale esecuzione dell'aumento* (artt. 2447 e 2482 ter c.c.)). Resta fermo che, finché la delibera non viene eseguita, la causa di scioglimento rimane *attuale* (così Comitato Triveneto dei Notai, massima H.G.8. – *Sottoscrizione della ricostituzione del capitale sociale ridotto per perdite*).

⁴ Per quanto facoltativa, si tratta sempre di una riduzione nominale (e non reale), poiché la cifra del capitale nominale viene adeguata al valore del capitale reale, già diminuito per effetto delle perdite: non è infatti previsto alcun diritto d'opposizione per i creditori, in quanto l'operazione non può mai pregiudicarli. Si ritiene, peraltro, che la *necessaria riduzione* del capitale *in proporzione alle perdite* accertate di cui al comma 2 dell'art. 2446 c.c. sia principio generale: per cui, da un lato, nell'ipotesi prevista dal 1° comma non è possibile una riduzione “parziale” del capitale per un importo inferiore alle perdite (così Comitato Triveneto dei Notai, massima H.G.7 (per le S.p.A.) e I.G.14 (per le S.r.l.) – *Riduzione parziale delle perdite*); dall'altro lato, invece, se si vuole ridurre il capitale per un importo superiore alle perdite, per l'eccedenza si tratterà di una riduzione reale, con relativa applicazione dell'art. 2445 c.c., salvo che si tratti di una riduzione d'importo leggermente superiore alle perdite in vista di piccoli arrotondamenti contabili onde evitare la formazione dei resti. È altresì possibile operare una riduzione nominale leggermente inferiore alle perdite con rinvio a nuovo di quelle rimanenti (cfr. Cass. 17 novembre 2005, n. 23269, cit.; in dottrina, NOBILI – SPOLIDORO, *La riduzione del*

il cd. anno di grazia; effettuare versamenti a fondo perduto, rinunce a crediti; deliberare lo scioglimento anticipato della società oppure la trasformazione della società ⁽⁵⁾, la fusione ⁽⁶⁾ o la scissione ⁽⁷⁾. Se, poi,

capitale sociale, cit., p. 308 ss.). Inoltre, in entrambe le ipotesi di cui al 1° e 2° comma dell'art. 2446 (così come nel caso di riduzione reale ex artt. 2445 o 2482 c.c.), è anche possibile operare una riduzione *non proporzionale* rispetto alle singole partecipazioni azionarie, con l'effetto che mutano le percentuali di partecipazioni dei soci. Qualora non siano statutariamente previste categorie speciali di azioni che godono della postergazione nelle perdite, sarà necessario il *consenso* di *tutti* i soci (cfr. Comitato Triveneto dei Notai, massima H.G.13 – *Riduzione del capitale in misura non proporzionale*).

⁵ La trasformazione deve ritenersi ammissibile in analogia con quanto previsto dall'art. 2447 c.c. (cfr. FORTE – IMPARATO, *Aumenti e riduzioni di capitale*, cit., p. 214. Nel caso di trasformazione della società in modello associativo più semplice, è pertanto possibile procedere all'operazione *senza* ridurre prima il capitale. Cfr. Comitato Triveneto dei Notai, massima I.G.10 – *Trasformazione di società in perdita senza riduzione del capitale*).

⁶ Cfr. CNN (est. BOGGIALI – RUOTOLO), *Fusione per incorporazione di società con capitale interamente eroso dalle perdite*, Quesito d'Impresa n. 151-2011/I.

⁷ Una società affetta da gravi perdite, infatti, può essere la beneficiaria di una scissione mediante l'assegnazione da parte della scissa di un netto positivo in grado di assorbire le perdite della beneficiaria. Cfr. SCOGNAMIGLIO G., *Le scissioni*, in *Trattato delle società per azioni*, 7**2, diretto da Colombo – Portale, Torino, 2004, p. 153 ss.; MAGLIULO, *La scissione della società*, in *Notariato e nuovo diritto societario*, Collana diretta da Laurini G., Milano, 2012, p. 173 ss.

Larga parte degli interpreti non ritiene invece ammissibile l'*aumento del capitale sociale* a pagamento, ove questo non sia preceduto dalla copertura *integrale* delle perdite accertate, in quanto operazione elaborata dalla prassi per occultare illecitamente le perdite. Cfr. Comitato Triveneto dei Notai, massima H.G.19 - *Aumento di capitale in presenza di perdite rilevanti ai sensi di legge*. In senso contrario, tuttavia, la Commissione Società del Consiglio Notarile di Milano, massima n. 122 - *Aumento di capitale in presenza di perdite*, ha osservato che, in primo luogo, la legge non tipizza gli "opportuni provvedimenti", lasciando all'assemblea ogni iniziativa sulla scelta di "quali" provvedimenti adottare; in secondo luogo, se è vero che la legge consente il permanere di una situazione di perdite superiori al terzo del capitale per tutto il cd. anno di grazia, non vi sono ragioni per impedire, all'inizio di tale anno, un rafforzamento patrimoniale della società mediante un aumento di capitale sociale di qualsiasi importo; in terzo luogo, la legge non impone espressamente alcun obbligo di preventiva riduzione del capitale per un importo pari alle perdite accertate, come condizione di validità o efficacia di un aumento del capitale che fosse deliberato in presenza di perdite, anche superiori al terzo del capitale; in quarto luogo, secondo la Commissione milanese, questa soluzione non favorisce (come invece ritiene parte della dottrina) "l'occultamento delle perdite", poiché gli organi competenti non sono esentati dal dover rispettare né l'obbligo di esatta rilevazione delle perdite attraverso idonea situazione patrimoniale,

entro l'esercizio successivo la perdita non risulta diminuita a meno di un terzo, l'assemblea ordinaria che approva il bilancio di tale esercizio *deve* obbligatoriamente ridurre il capitale in proporzione alle perdite accertate (art. 2446, comma 2, c.c.) ⁽⁸⁾. In alternativa, ove le azioni emesse dalla società siano senza valore nominale, lo statuto, una sua modificazione ovvero una deliberazione adottata con le maggioranze previste per l'assemblea straordinaria, può delegare l'assolvimento di tale obbligo al consiglio di amministrazione ⁽⁹⁾.

né l'obbligo di menzionare eventuali fatti di rilievo idonei ad incidere sulle stesse: piena e tempestiva trasparenza al riguardo è assicurata per tutti i terzi dalla pubblicità nel registro delle imprese della delibera di aumento del capitale, dal cui *verbale* e dalla cui *documentazione a supporto* (in questa doverosamente inclusa la *situazione patrimoniale* ove non già pubblicizzata) dovrà emergere in tutta chiarezza quali siano le circostanze nelle quali è intervenuta la decisione di aumentare il capitale". Nello stesso senso, ABRIANI, *La riduzione del capitale sociale nelle S.p.A. e nelle S.r.l.: profili applicativi*, in *Le operazioni sul capitale sociale: casi pratici e tecniche di redazione del verbale notarile, Quaderni della fondazione del notariato*, Milano 2008, reperibile su <http://elibrary.fondazione-notariato.it/>, il quale non esclude altresì la possibilità di procedere ad identica operazione nelle più gravi fattispecie di cui al secondo comma dell'art. 2446 e all'art. 2447 (e 2482-ter).

⁸ L'assemblea in tal caso viene dunque convocata sia per approvare il bilancio sia per ridurre il capitale (si può inoltre ritenere che le formalità *ex art.* 2429 c.c. siano assorbite da quelle *ex art.* 2446, comma 1, c.c.). Proprio perché in tal caso la riduzione è obbligatoria, la legge prevede che la competenza spetti all'assemblea *ordinaria*, con conseguente abbassamento dei *quorum* per facilitare la buona riuscita dell'operazione. Si tratta comunque di un'ipotesi eccezionale, poiché vi è pur sempre una modifica dello statuto che invece, a regola, dovrebbe competere all'assemblea in sede straordinaria (*ex art.* 2365, comma 1, c.c.). Di conseguenza, non è ammessa l'adozione di tutti i diversi "opportuni provvedimenti" invece consentiti nell'ipotesi prevista dal 1° comma dell'art. 2446 (sopra nel testo elencati), sebbene parte della dottrina ritenga, argomentando *ex art.* 2447 c.c., che l'assemblea possa in alternativa deliberare la trasformazione e anche la fusione o la scissione della società, a condizione che il patrimonio netto della società risultante dall'operazione sia positivo e dunque in grado di assorbire le perdite (della o) delle partecipanti; non è invece ammissibile che la società risultante dall'operazione versi nelle condizioni di cui all'art. 2447 c.c. Cfr. ATLANTE, *La fusione*, in CNN, *Studi e materiali – Studi sulla riforma del diritto societario*, 2004, I, p. 489; SANTAGATA C., *Le fusioni*, in *Trattato delle società per azioni*, 7**1, diretto da Colombo – Portale, VII, I, Torino, 2004, p. 28; MAGLIULO, *La scissione*, cit., p. 172.

⁹ Che, stando alla lettera dell'art. 2446, comma 3, sembrerebbe dover provvedere con delibera adottata collegialmente. Ammettono invece la possibilità di derogare al metodo collegiale ABRIANI, *Decisioni dei soci. Amministrazione e controlli*, in *Diritto delle società (Manuale breve)*, Milano, 2008 (IV ed.), p. 306 ss.;

Sia nell'ipotesi di cui al 1° comma dell'art. 2446 che in quella *ex art. 2447 c.c.*, dunque, la legge impone agli amministratori di adempiere determinati obblighi informativi *nei confronti dei soci* in merito allo stato di crisi della società – o meglio, del proprio *investimento* – mentre investe l'assemblea del *potere* (art. 2446, 1° comma) nonché del *dovere* (artt. 2446, 2° comma e 2447) di *gestire* tale grave crisi patrimoniale.

Gli obblighi d'informazione a carico dell'organo amministrativo si esplicano innanzitutto attraverso l'immediata convocazione dell'assemblea e la redazione – con successiva presentazione in sede assembleare – di una situazione patrimoniale aggiornata a non oltre 120 giorni oppure del bilancio riferito ad un esercizio chiuso da non più di 180 giorni dalla data dell'adunanza ⁽¹⁰⁾ (diverso è soltanto l'ordine

BARTALENA, *Commento all'art. 2481-bis c.c.*, in *Società di capitali, Commentario*, a cura di Niccolini – Stagno D'Alcontres, vol. III, Napoli, 2004, p. 1661 ss. Stante il disposto dell'art. 2482-bis, comma 6, c.c., la delega è attribuibile anche all'organo amministrativo di S.r.l., che deve anch'esso provvedere con delibera adottata collegialmente, in ossequio al dato letterale dell'art. 2446, comma 3, c.c. (cfr. Comitato Triveneto dei Notai, massima I.G.9 – *Devoluzione all'organo amministrativo della riduzione del capitale per perdite*). Cfr. anche GIANNELLI G., *Le operazioni sul capitale nella società a responsabilità limitata*, in *Trattato delle società a responsabilità limitata*, a cura di Ibba – Marasà, IV, Padova, 2009, p. 283 ss., p. 294 ss.. Si rammenti infine che nelle S.p.A. la riduzione per perdite delegata all'organo amministrativo pluripersonale non può essere a sua volta oggetto di ulteriore “sub” delega da parte del consiglio agli organi esecutivi *ex art. 2381*, comma 4, c.c. (mentre nelle S.r.l. nulla è detto in tema di deleghe in generale).

¹⁰ La situazione patrimoniale deve essere redatta secondo i criteri del bilancio d'esercizio (si ritiene infatti che essa sia un vero e proprio bilancio straordinario), per cui deve contenere lo stato patrimoniale, il conto economico e la nota integrativa. Tuttavia, stante l'urgenza dell'intervento richiesto “senza indugio” nel caso di perdite oltre il terzo, si ritiene sufficiente anche il solo stato patrimoniale se accompagnato da una *relazione* sulla perdita da parte degli amministratori che sia in grado di supplire alla carenza di informazioni derivante dalla mancata redazione del conto economico e della nota integrativa (cfr. Comitato Triveneto dei Notai, massima H.G.26 – *Aspetti formali della relazione sulle perdite ex art. 2446 c.c.*). Inoltre, proprio perché lo scopo della redazione di tale documento contabile è garantire ai soci un'informazione adeguata nonché *aggiornata*, essa non deve risalire a oltre 120 giorni rispetto alla data dell'assemblea (v. Comitato Triveneto dei Notai, massima H.G.6 – *Riduzione del capitale per perdite*). Si ritiene tuttavia possibile utilizzare in via eccezionale, quale situazione patrimoniale, l'ultimo bilancio di esercizio chiuso da

del giorno, che nel caso di cui all'art. 2447 – come anche in quello di cui all'art. 2446, comma 2, c.c. – dovrà indicare, sia pure *per relationem*, l'adozione delle modificazioni statutarie imposte da tale norma, mentre nel caso di cui al 1° comma dell'art. 2446 potrà fare più ampiamente riferimento agli “opportuni provvedimenti”⁽¹¹⁾). La relazione sulla situazione patrimoniale, unitamente alle osservazioni del collegio sindacale, devono poi restare *depositate* in copia presso la sede della società durante gli otto giorni che precedono l'assemblea, *perché i soci possano prenderne visione* (cfr. art. 2446, comma 1, c.c.). Trattandosi anche questo di un obbligo imposto nell'esclusivo *interesse dei soci* ⁽¹²⁾, i medesimi hanno il diritto di rinunciarvi all'unanimità (anche durante lo svolgimento dell'assemblea all'uopo convocata) ⁽¹³⁾. La rinuncia, però, può avere a oggetto soltanto il *preventivo deposito* e non anche la *redazione* della relazione sulla situazione patrimoniale (¹⁴); quest'ultima, infatti, costituisce un adempimento inderogabile posto a carico degli amministratori nei confronti dei soci, i quali, da un lato, devono poter conoscere le *ragioni* per cui il capitale si è gravemente

non oltre 180 giorni (possibilità che peraltro la legge prevede espressamente in tema di fusione con l'art. 2501-*quater* c.c.). “In tal caso, qualora la relazione sulla gestione individui ed illustri la causa della crisi e si soffermi sulle previsioni dei risultati economici dell'esercizio in corso e del successivo, in modo da fornire all'assemblea, all'occorrenza, i necessari elementi di giudizio ai fini di valutare i possibili interventi, potrà omettersi la predisposizione della relazione sulla perdita, con relative osservazioni, altrimenti necessariamente richiesta”. Così Comitato Triveneto dei Notai, massima H.G.27 – *Utilizzo del bilancio in sostituzione della situazione patrimoniale ex art. 2446 c.c.*

¹¹ Cfr. ABRIANI, *La riduzione del capitale sociale nelle S.p.A. e nelle S.r.l.*, cit.

¹² Così anche Comitato Triveneto dei Notai, massima H.G.28 – *Rinuncia all'obbligo di deposito della situazione patrimoniale ex art. 2446, terzo periodo, comma 1, c.c.*

¹³ Per le S.r.l., poi, è la legge stessa che attribuisce ai soci la possibilità di derogare all'obbligo di preventivo deposito mediante diversa disposizione dell'*atto costitutivo* (v. art. 2482-*bis*, comma 2, c.c.). Ciò significa che i soci possono scegliere sia *altre modalità* di comunicazione dei suddetti documenti (ad esempio, comunicazione scritta al domicilio dei soci o pubblicazione sul sito internet della società) sia la *rinuncia* vera e propria al loro deposito, con l'unico obbligo per gli amministratori di esporre la relazione e le osservazioni direttamente in assemblea.

¹⁴ Comitato Triveneto dei Notai, massima H.G.28, cit.

eroso e, dall'altro, devono essere garantiti in ordine all'effettiva *esistenza* nonché all'esatto *ammontare* delle perdite, prima di decidere se e come porvi "opportunamente" rimedio.

Proprio per questi motivi, in primo luogo *anche* in caso di riduzione del capitale per perdite *inferiori* al terzo è indispensabile che le stesse siano documentate attraverso un bilancio riferito a un esercizio chiuso da non più di 180 giorni o una situazione patrimoniale antecedente non oltre 120 giorni la data dell'assemblea, oltre ad essere necessaria pure la relazione dell'organo amministrativo con le osservazioni del collegio sindacale al fine di spiegare l'opportunità dell'operazione ⁽¹⁵⁾. In secondo luogo, gli amministratori devono *sempre* dare conto in assemblea dei fatti di rilievo avvenuti *dopo* la redazione della relazione (cfr. art. 2446, comma 1, c.c.) ⁽¹⁶⁾: il capitale, infatti, "deve essere ridotto *sempre* in proporzione delle perdite accertate e l'accertamento delle perdite è affidato ad un documento contabile quale è la relazione sulla situazione patrimoniale della società e non al resoconto orale degli eventi sopravvenuti effettuato nella riunione assembleare da parte degli amministratori" ⁽¹⁷⁾.

Attraverso il descritto meccanismo di allertamento dei soci, il sistema *ex artt.* 2446 e 2447 c.c. persegue, in definitiva, lo scopo d'impedire la prosecuzione dell'attività d'impresa con il modello organizzativo della società di capitali quando il patrimonio netto abbia un valore prossimo (se non addirittura inferiore) all'ammontare

¹⁵ Cfr. Comitato Triveneto dei Notai, massima H.G.25 - *Presupposti formali della delibera di riduzione del capitale per perdite inferiori al terzo*.

¹⁶ Si tratta di fatti che incidono sulle prospettive future della società e, quindi, sulla previsione di andamento della stessa (come ad esempio la stipulazione di un importante contratto) e possono anche riguardare eventi sopravvenuti che abbiano inciso sull'entità della perdita, riducendola o aumentandola (cfr. Comitato Triveneto dei Notai, massima H.G.3 - *Fatti di rilievo avvenuti dopo la redazione della situazione patrimoniale ex art. 2446, comma 1, c.c.*).

¹⁷ Cfr. Comitato Triveneto dei Notai, massima H.G.3, cit. Sull'obbligatorietà della riduzione di capitale in proporzione all'ammontare delle perdite, v. Comitato Triveneto dei Notai, massima H.G.7 (per le S.p.A.) e I.G.14 (per le S.r.l.), cit., e la superiore nota 4.

complessivo dei debiti della società. A tal fine, il “margine di sicurezza” è costituito dal *capitale minimo* legale, il cui ruolo essenziale, nell’ottica del legislatore, è allora (unicamente) quello di *segnalare* con assoluta certezza il *limite* oltre il quale si verifica lo *scioglimento della società* ⁽¹⁸⁾. Proprio al fine di evitare l’immediato e improvviso incombere di una situazione in cui, per continuare ad adottare il tipo originariamente prescelto diviene per i soci *necessario* (secondo il legislatore) ricapitalizzare o trasformare la società pena lo scioglimento (*ex art. 2447*), il sistema è configurato secondo un’*operatività progressiva* ⁽¹⁹⁾, per cui il campanello d’allarme suona *prima* di tale situazione (ai sensi dell’art. 2446, comma 1), quando il capitale è perso – non ancora al di sotto del limite legale ma – in una misura considerata significativa dal legislatore, così che i soci siano avvertiti dell’approssimarsi del rischio di dover abbandonare la forma societaria prescelta e siano quindi messi nelle condizioni di adottare opportuni provvedimenti pena la riduzione obbligatoria del capitale *nominale* (art. 2446, comma 2), richiesta proprio per adeguare la misura del parametro (appunto, il capitale nominale) al quale viene commisurata la perdita rilevante per l’avvicinarsi del rischio di scioglimento della società ⁽²⁰⁾.

Nell’ipotesi di cui all’art. 2446, quindi, i soci *non* possono dispensare gli amministratori dall’obbligo (di cui al 1° comma) di

¹⁸ Cfr. COMMISSIONE SOCIETÀ DEL CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, massima n. 131 – *La disciplina del capitale sociale in caso di perdite, nella s.r.l. semplificata e nella s.r.l. a capitale ridotto (art. 2463-bis c.c. e art. 44 d.l. 83/2012)*, 5 marzo 2013.

Tutto ciò a prescindere da valutazioni di sorta sia sulla scelta legislativa d’impedire la prosecuzione dell’attività d’impresa in forma societaria quando il capitale sia ridotto sotto il limite legale, sia sulla scelta legislativa d’imporre a tal fine (soprattutto nel caso delle S.r.l.) una soglia minima di capitale economicamente irrilevante, sia essa 10.000 euro o 1 euro (su cui v. soltanto i brevi accenni alla successiva nt. 24). Si ricordi, infatti, che le norme in tema di riduzione obbligatoria del capitale si ritengono applicabili anche alle S.r.l. a capitale “zero”.

¹⁹ Così FERRI G. *JR.*, *La riduzione del capitale per perdite*, cit.

²⁰ V. sempre FERRI G. *JR.*, *op. ult. cit.*

convocare senza indugio l'assemblea: da un lato, perché (fuori dalla procedura di concordato) tale obbligo è necessariamente prodromico al susseguente eventuale obbligo (di cui al 2° comma) di adeguare il capitale nominale a quello reale (cioè l'*obbligo* di gestire la crisi), che l'ordinamento impone per evitare, come sopra detto, la prosecuzione dell'attività d'impresa in forma di società per azioni: se la competenza a effettuare quest'ultima operazione spetta ai soci, ove gli amministratori non adempiano l'obbligo informativo, l'assemblea non potrà evidentemente procedere ad alcuna riduzione di capitale; se invece la competenza spetta all'organo amministrativo, è la stessa legge che, nel consentire espressamente la delega – *solo* – per effettuare la riduzione, impone implicitamente l'obbligo di convocazione dell'assemblea ai sensi del 1° comma *anche* ove tale delega sia conferita (cfr. il 3° comma dell'art. 2446). Dall'altro lato, infatti, anche in caso di delega i soci rimangono sempre gli unici titolari del potere di adottare gli "opportuni provvedimenti", perché l'obbligo di convocazione, come sopra messo in evidenza, è posto a tutela *dell'*investimento dei soci in quanto tale e non semplicemente a tutela di *diritti sull'*investimento, ai quali, invece, il socio può ben rinunciare: si pensi, ad esempio, alla possibilità di rinunciare al diritto d'opzione in sede di un *determinato* aumento oneroso di capitale, di rinunciare al diritto all'attribuzione di partecipazioni sociali in misura proporzionale a *determinati* conferimenti effettuati o, in sede di una *determinata* scissione, alla partecipazione originaria (*ex* artt. 2506, comma 2, e 2506-*bis*, comma 4, c.c.); e si pensi, invece, all'impossibilità di rinunciare ai diritti testé citati in via preventiva e astratta, nonché alla convocazione *ex* art. 2446, comma 1, c.c. di cui si discorre e alla convocazione per l'approvazione del bilancio ⁽²¹⁾, per le quali, infatti, in caso di omissione da parte degli amministratori è addirittura prevista la sanzione penale di cui all'art. 2631 c.c. (lo stesso discorso vale

²¹ Ipotesi che, peraltro, coinvolge anche gli interessi dei terzi.

chiaramente per il meccanismo di cui all'art. 2447 c.c., che attribuisce solo all'assemblea il potere di decidere se ricapitalizzare o trasformare la società, pena il suo scioglimento). Ecco perché, durante la procedura di concordato, continua ad applicarsi il primo comma dell'art. 2446 c.c. (non richiamato dall'art. 182-*sexies* l.f.), per cui anche in tal caso gli amministratori rimangono *sempre* obbligati a convocare senza indugio l'assemblea ⁽²²⁾.

Non a caso, l'unico compito delegabile agli amministratori è l'*adempimento dell'obbligo* di adeguare il capitale nominale a quello reale nel caso in cui le azioni emesse dalla società siano senza valore nominale: tale operazione, infatti, non consente larghi margini di manovra perché non solo la riduzione è obbligatoria, ma non vi è nemmeno da decidere quale modalità di attuazione adottare (riduzione del valore nominale o raggruppamento delle azioni), dovendosi soltanto procedere alla riduzione della cifra del capitale nominale per un importo pari alle perdite.

In conclusione, appare evidente che, in coerenza con l'inquadramento che si è dato in precedenza alla grave crisi patrimoniale quale (grave) crisi che colpisce prima di tutto l'investimento dei soci (cfr. Cap. I, par. 4), il meccanismo di cui agli

²² Allo stesso modo, dovrà continuare ad applicarsi il primo comma dell'art. 2446 c.c. ove vengano introdotte le procedure di allerta e composizione assistita della crisi auspiccate dallo *Schema di Disegno di Legge recante "Delega al Governo per la riforma organica delle discipline della crisi di impresa e dell'insolvenza"* presentato l'11 marzo 2016 e poi recepito dall'art. 4 della l. 19 ottobre 2017, n. 155 (*Delega al Governo per la riforma delle discipline della crisi di impresa e dell'insolvenza*), giacché "Nell'esercizio della delega il Governo apporterà al codice civile tutte le modifiche rese necessarie dall'attuazione dei principi e criteri direttivi della presente legge, in particolare prevedendo (...) la possibilità di *sospensione dell'operatività* della causa di scioglimento di cui all'articolo 2484, n. 4 ed all'articolo 2545-duodecies, nonché *degli obblighi posti a carico degli organi sociali dagli articoli 2446, secondo e terzo comma, 2447, 2482-bis, quarto, quinto e sesto comma, 2482-ter e 2486*, in forza delle misure protettive previste nell'ambito delle procedure di allerta e composizione assistita della crisi, degli accordi di ristrutturazione dei debiti e di regolazione concordata preventiva della crisi": cfr. art. 13 – (*Modifiche al codice civile*), comma 1, lett. d).

artt. 2446 e 2447 c.c. si configura come una tutela *diretta e immediata* non dei creditori sociali ma dei soci ⁽²³⁾, finendo poi per avvantaggiare pressoché esclusivamente questi ultimi: infatti, con la riduzione del capitale la società potrà distribuire quegli utili di esercizio che, altrimenti, avrebbero dovuto essere vincolati a capitale fino al completo riassorbimento delle perdite ⁽²⁴⁾. Per garantire una tutela effettiva ai creditori, invece, l'art. 2433, comma 3, c.c. (art. 2478-*bis*, comma 5, per la S.r.l. e art. 2303, comma 2, per la s.n.c e la s.a.s.) dovrebbe imporre la ricostituzione del capitale senza consentirne una mera riduzione: ciò che, peraltro non sarebbe possibile, dal momento che il socio non è, per definizione, obbligato a conferire ulteriori risorse nella società ⁽²⁵⁾. Inoltre, l'art. 2446 c.c., concedendo ai soci un “anno di grazia” per l'adozione degli opportuni provvedimenti, permette di fatto al capitale nominale di rappresentare una realtà che non corrisponde al vero. Infine, nessuna norma di legge impone l'allegazione al verbale dei documenti prescritti dall'art. 2446, comma 1, c.c. allo scopo di consentire ai terzi di verificare la correttezza della riduzione ⁽²⁶⁾, perché questi ultimi sono già tutelati dall'art. 2250, comma 2, c.c., che

²³ Cfr. SPOLIDORO, voce *Capitale sociale*, in *Enc. dir.* (Agg. IV), Milano, 2000, vol. V, par. 17, p. 195 ss., il quale peraltro si riferisce all'istituto del capitale sociale (e non nello specifico al sistema di cui agli artt. 2446 e 2447 c.c.).

²⁴ V. FERRI G. JR., *La riduzione del capitale per perdite*, cit.; ABRIANI, *La riduzione del capitale sociale nelle S.p.A. e nelle S.r.l.*, cit., secondo il quale, tra l'altro, sarebbe proprio questo corollario così rilevante sul piano organizzativo a giustificare l'obbligatorietà dell'intervento notarile, pur realizzando la riduzione del capitale *ex* art. 2446 (e 2482-*bis*) un mero riallineamento del capitale nominale alle risorse realmente presenti nel patrimonio della società.

²⁵ Vigendo il principio di libertà di finanziamento dell'impresa, per cui il socio è libero di decidere *se e come* finanziare la società, salve ovviamente le sanzioni previste dalla legge in caso di abuso, come nel caso della postergazione cui è assoggettato il rimborso del finanziamento “anomalo” *ex* art. 2467 c.c. (cfr. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, cit.).

²⁶ Ed infatti è stato notato che proprio la mancata previsione normativa di un obbligo di allegazione ha fatto sì che la più rigorosa opinione prevalente in dottrina, che ritiene molto opportuna l'allegazione *de qua*, sia stata ampiamente disattesa nella prassi operativa: cfr. ABRIANI, *La riduzione del capitale sociale nelle S.p.A. e nelle S.r.l.*, cit.

impone di indicare negli atti e nella corrispondenza delle società di capitali il capitale effettivamente versato e quale risulta esistente dall'ultimo bilancio ⁽²⁷⁾.

3. La crisi *più lieve* dell'investimento: *quid*?

Pur condividendo il senso del sopra descritto meccanismo normativo nello specifico ambito applicativo per cui è stato congegnato, v'è da ritenere che esso non sia affatto sufficiente né a prevenire la crisi ⁽²⁸⁾, né – men che meno – a garantire un'adeguata allerta ai soci a tutela del loro investimento.

Innanzitutto, sono rari i casi in cui gli artt. 2446 e 2447 c.c. trovano applicazione tempestivamente, giacché “nella stragrande maggioranza delle fattispecie la perdita del capitale sociale si manifesta e viene invece sistematicamente occultata mediante una serie di *lifting* calibrati al bilancio di esercizio, sfruttando le innumerevoli pieghe valutative del documento (ancora più copiose se si adottano i principi contabili internazionali”. Pertanto, “l'esercizio più diffuso per gli organi fallimentari è [...] quello di riclassificare i dati contabili ‘ufficiali’, così da rincorrere a ritroso il momento in cui è maturata l'emersione della perdita che annulla il capitale, e rende il patrimonio netto negativo” ⁽²⁹⁾.

²⁷ Cfr. FERRI JR., *La riduzione del capitale per perdite*, cit.

²⁸ Cfr. V. MIOLA, *Capitale sociale e tecniche di tutela dei creditori*, in *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive*, a cura di Balzarini, Carcano e Ventruruzzo, Milano, 2007, p. 363 ss.

²⁹ Così GALLETTI, *L'insorgere della crisi e il dover essere nel diritto societario; obblighi di comportamento degli organi sociali in caso di insolvenza*, in www.ilfallimentarista.it, il quale, tra l'altro, nota che “la negatività del patrimonio netto può [...] dire poco circa il reale stato di salute di talune imprese, il cui deficit risiede in realtà nella insostenibilità del progetto industriale collocato alla base”, per cui spesso “la negatività del patrimonio netto si evidenzia come

Con riferimento invece all'inadeguatezza concettuale delle norme in oggetto a garantire un'adeguata prevenzione della crisi, v'è da ritenere che la progressività di cui agli artt. 2446 e 2447 c.c. sarebbe congegnata in modo più efficace se – sempre nell'ambito della crisi dell'investimento – l'“allarme” suonasse *prima* che la società abbia perso il capitale oltre un terzo del suo ammontare: suonasse, cioè, non appena incomba – secondo le opportune valutazioni dell'organo amministrativo – il rischio meno grave di perdita della continuità aziendale rappresentato (in via alternativa o cumulativa) dalla perdita del capitale in misura *inferiore* a un terzo, dalla crisi *finanziaria più lieve* e dalla crisi *economico-reddituale* (come descritte sopra al Capitolo I), in relazione alle quali, invece, la legge non impone espressamente agli amministratori alcun obbligo di comportamento nei confronti dei soci.

Infatti, non solo la legge nulla specifica in caso di rischio di perdita delle prospettive di continuità aziendale sulla base di indicatori finanziari o economico-reddituali (nonostante si tratti delle tipologie meno gravi di crisi dell'investimento che sarebbe opportuno contrastare e risolvere quanto prima); ma niente è detto nemmeno in caso di riduzione del capitale in misura *inferiore al terzo* (ovviamente nel caso in cui le perdite non siano da ricondurre a momenti fisiologici della vita dell'impresa), soprattutto nell'ipotesi in cui, in conseguenza di tale riduzione, l'ammontare del capitale risulti *inferiore* al limite legale (posto che tale ipotesi, secondo l'interpretazione diffusa nonché letterale dell'art. 2447 c.c., non è soggetta al disposto della norma citata (³⁰)): ciò nonostante il Principio ISA 570 specifici espressamente, tra gli indicatori rilevanti ai fini della valutazione del *going concern*, anche la “riduzione del capitale al disotto del limite

una conseguenza della sconfitta del progetto imprenditoriale, e non già come la causa della crisi”.

³⁰ Cfr. infatti RACUGNO, *Venir meno della continuità aziendale*, cit., p. 220.

legale” (³¹), indipendentemente dal fatto che questa avvenga per perdite superiori o inferiori al terzo.

Da un lato, infatti, appare di notevole importanza arginare e risolvere quanto prima una patologia dell’investimento prima che essa assuma i connotati della crisi ben più grave di cui ai citati artt. 2446 e 2447 c.c., qualora, ovviamente, si tratti di un declino progressivo – come nella normalità dei casi – e non di una crisi grave che sopraggiunga improvvisamente e in modo del tutto imprevedibile secondo i canoni della diligenza professionale *ex art. 2392 c.c.* E ciò anche in un’ottica di tutela (indiretta) dei creditori: infatti, la vera garanzia per questi ultimi “non è quella patrimoniale, ma è rappresentata dal corretto impiego nell’attività produttiva delle risorse patrimoniali che l’imprenditore vi ha destinato affinché *producano reddito e valorizzino l’investimento* effettuato” (³²).

Dall’altro lato, inoltre, bisogna notare che le disposizioni di cui agli artt. 2446 e 2447 (2482-*bis* e 2482-*ter*) c.c. si ancorano a parametri rigidi e fissi rappresentati dall’ammontare del capitale e delle sue perdite, ma che oggi, tuttavia, l’istituto del capitale sociale va man mano “assottigliandosi” (³³). Si ricordi, infatti, che, se la scelta legislativa è quella d’impedire la prosecuzione dell’attività d’impresa in forma di società di capitali quando il capitale sia ridotto sotto il limite legale, altre e più recenti scelte legislative hanno aperto breccie non irrilevanti in questo sistema: si pensi all’imposizione, a tal fine, di una soglia minima di capitale economicamente irrilevante, soprattutto nel caso delle S.r.l. (sia essa 10.000 euro o 1 euro), tenuto conto che le *capital maintenance rules* si ritengono applicabili anche alle S.r.l. a

³¹ Cfr. ISA Italia 570, par. A2 (*Procedure di valutazione del rischio e attività correlate – Eventi o circostanze che possono far sorgere dubbi sul presupposto della continuità aziendale*): “capitale ridotto al di sotto del limite legale o non conformità ad altre norme di legge”.

³² ROSSI S., *Le crisi d’impresa*, cit.

³³ Potendo anzi essere efficacemente raffigurato come un istituto “sotto assedio”: così ENRIQUES, *Capitale sociale*, cit., p. 607.

capitale “zero” (seppur con gli opportuni adattamenti, riferendosi ancora le disposizioni in tema di riduzione volontaria e per perdite al “vecchio” minimo legale di 10.000 euro) ⁽³⁴⁾.

³⁴ In argomento, v. CIAN M., *S.r.l., s.r.l. semplificata, s.r.l. a capitale ridotto. Una nuova geometria del sistema o un sistema disarticolato?*, in *Riv. soc.*, 2012, 6, p. 1122 ss.; BUSANI – BUSI, *La s.r.l. semplificata (s.r.l.s.) e a capitale ridotto (s.r.l.c.r.)*, in *Società*, 2012, p. 1307; NARDONE – RUOTOLO, *Società a responsabilità limitata semplificata. Questioni applicative*, in *CNN Notizie*, 5 novembre 2012; Commissione Società del Consiglio Notarile di Milano, massima n. 131, cit.; RESCIGNO M., *La società a responsabilità limitata a capitale ridotto e semplificata (art. 2463-bis c.c.; art. 44 D.L. n. 83/12; D.M. Giustizia 23 giugno 2012, n. 138)*, in *Nuove Leggi Civili Commentate*, 2013, p. 65 ss.; FERRI G. JR., *Prime osservazioni in tema di società a responsabilità limitata semplificata e di società a responsabilità limitata a capitale ridotto*, Studio CNN n. 221-2013/I; TASSINARI, “Ne sexies in idem”: la ricerca del legislatore italiano di semplificare la costituzione delle s.r.l., in *Soc. e contratti*, 2013, 9/2013, p. 24 ss.; CNN Studio n. 892-2013/I (Est. BOGGIALI – RUOTOLO), *Le nuove S.r.l.*, p. 16 ss.; RACUGNO, *Il capitale sociale della s.r.l.*, in <http://www.ildirittodegliaffari.it/articoli/43>, 13 marzo 2014, documento n. 39. *Contra*, REVIGLIONO, *La società semplificata a responsabilità limitata: un “buco nero” nel sistema delle società di capitali*, in *Nuovo Dir. Soc.*, 2012, 4, p. 24 ss.; BAUDINO, *La nuova società a responsabilità limitata semplificata. Prime riflessioni e spunti operativi*, in *Nuovo Dir. Soc.*, 2013, p. 21 ss., p. 29; SPOLIDORO, *Una società a responsabilità limitata da tre soldi (o da un euro?)*, in *Riv. soc.*, 2013, VI, p. 1085 ss. L’azzeramento del capitale minimo con adeguamento al trend d’oltralpe (ove le società a capitale “zero” esistono da ben più tempo) si è reso, tra l’altro, necessario non solo per favorire la nascita di nuove società e la sopravvivenza di quelle già esistenti, ma anche al fine di rendere le S.r.l. italiane più attraenti per gli investitori e frenare il cd. rischio di delocalizzazione delle imprese, anche a seguito dell’ampio riconoscimento del diritto di stabilimento ad opera della Corte di Giustizia con le note le sentenze del 9 marzo 1999, n. C-212/97 (c.d. *Centros*), in *European Court Reports*, 1999, p. I – 01459; del 5 novembre 2002, n. C-208/00 (c.d. *Überseering*), *ivi*, 2002, p. I – 09919, del 30 settembre 2003, n. C-167/01 (c.d. *Inspire Art*), *ivi*, 2003, p. I – 10155 che, nel riconoscere la libertà di stabilimento a tutte le società comunitarie nella forma giuridica ammessa nello stato di origine, hanno dato il via ad una *race* tra ordinamenti al fine di contrastare la diffusione della costituzione di *Private Limited Companies* registrate nel Regno Unito (e beneficiarie della relativa disciplina di particolare favore) ma operanti unicamente in altri Paesi europei. Si discute se si tratti di una *race to the bottom* (in tal senso COLOMBO, *Principi contabili internazionali, capitale e patrimonio netto*, in *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive. Atti del convegno internazionale di studi – Venezia, 10-11 novembre 2006*, a cura di Balzarini – Carcano – Ventoruzzo, Vol. 1, Milano, 2007, p. 81 ss.) oppure *to the top* (di questa opinione ARMOUR, *Legal Capital: An Oudated Concept?*, in *EBOR*, 2006, p. 5 ss.). Sulle implicazioni di tali sentenze nel sistema tedesco, v. HIRTE – SCHALL, *La société d’entrepreneur en droit allemand («Unternehmergesellschaft»)*, in *Revue des sociétés*, 2013, p. 198 ss. In particolare, sulle problematiche che possono sorgere in caso d’insolvenza di una società

Ancor prima, il d.lgs. 28 febbraio n. 38/2005 ha introdotto i principi contabili IAS/IFRS oltre l'obbligo imposto dal legislatore comunitario con il regolamento n. 1606/2002: e cioè non solo nel bilancio *consolidato* delle società quotate, di quelle con titoli diffusi fra il pubblico, delle banche ed intermediari finanziari, delle imprese assicurative, ma anche nel bilancio *d'esercizio* delle società quotate, delle società con titoli diffusi fra il pubblico, delle banche ed intermediari finanziari e delle imprese assicurative quotate che non redigono il bilancio consolidato; la *possibilità* di adottare gli IAS/IFRS è poi consentita *a tutte* le S.p.A., ad eccezione di quelle che possono redigere il bilancio in forma abbreviata. In questo caso, le ripercussioni sul capitale sociale derivano, com'è stato notato, dal rischio di un possibile ritardo nell'applicazione dell'art. 2447 c.c. mediante copertura perdite con riserve da *fair value* formate da valori derivanti da valutazioni basate su previsioni di redditi o flussi finanziari poi non avverati ⁽³⁵⁾.

Si può dunque condividere l'affermazione per cui oggi una delle due principali (e residue) funzioni del capitale è "informa[re] i creditori soltanto sulla *serietà* e sulla *misura dell'impegno dei soci* (come tali) nella società; nello stesso senso, attraverso le sue vicende (aumenti e riduzioni) e grazie alla pubblicità che a tali vicende occorre dare, esso

"apparentemente straniera", v. VALLENDER, *Die Insolvenz von Scheinauslandsgesellschaften*, ZGR 2006, 425–460; EIDENMÜLLER, *Wettbewerb der Insolvenzrechte?*, in ZGR 2006, 467–488.

³⁵ Cfr. SACCHI, *Capitale sociale e tutela dei fornitori di equity e di capitale di debito avversi al rischio dopo le opzioni del legislatore italiano nell'applicazione dei Principi Contabili internazionali*, in *La società per azioni oggi – Tradizione, attualità e prospettive*, Atti del convegno internazionale di studi, Venezia, 10 – 11 novembre 2006, vol. I, a cura di Balzarini – Carcano – Ventoruzzo, Milano, 2007. V. altresì ABRIANI, *Il capitale sociale dopo la «nuova» seconda direttiva e il d.lgs. 4 agosto 2008 n. 142: sulla c.d. «semplificazione» della disciplina dei conferimenti in natura, dell'acquisto di azioni proprie e del divieto di assistenza finanziaria*, in *Riv. dir. impr.*, 2009, p. 227 ss. Sul progressivo assottigliamento del capitale, v. già DE ANGELIS, *Dal capitale "leggero" al capitale "sottile": si abbassa il livello di tutela dei creditori*, in *Le Società*, 2002, XII, p. 1456 ss.

fornisce una prima informazione sommaria (completata analiticamente dai bilanci) sulla consistenza patrimoniale e sull'andamento gestionale della società; esso inoltre consente di valutare l'equilibrio finanziario della società ed infine permette di determinare entro quali limiti e dunque con che «rischio» per i creditori i soci (come soci) potranno ricevere attribuzioni patrimoniali da parte della società, o divenirne creditori in concorso con i terzi (fornitori, clienti, finanziatori «esterni», ecc.)”⁽³⁶⁾. Un'altra funzione del capitale sociale “moderno” può essere individuata in quella *organizzativa*, che si esaurisce quindi *all'interno* dell'impresa quale parametro per la misurazione dei diritti e doveri dei soci⁽³⁷⁾, oltre a una funzione *contabile*⁽³⁸⁾, quale posta, seppur “cenerentola”⁽³⁹⁾, del patrimonio netto. Peraltro, quella organizzativa

³⁶ Così SPOLIDORO, voce *Capitale sociale*, cit., il quale nota come essenziale per i creditori sia non il capitale sociale in sé, ma “l'informazione sui beni conferiti e l'effettività dell'apporto: quest'ultima attiene anch'essa (indirettamente) ad un'esigenza di informazione, in quanto garantisce la veridicità della situazione patrimoniale della società e cioè la corrispondenza tra l'arricchimento «dichiarato» dalla società, in relazione al conferimento ricevuto, e l'arricchimento «realmente conseguito»”.

³⁷ Cfr. FERRI JR., *Struttura finanziaria dell'impresa*, cit., p. 79. Invero, posto che, come dimostrato dalle scelte operate in molti casi nel sistema nordamericano, il sistema del capitale *sociale* non è un presupposto essenziale per l'esercizio dell'impresa in forma societaria (in questo senso, peraltro, già SPADA, *Dalla nozione al tipo della società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1985, I, p. 95 ss.), PORTALE (*Capitale sociale*, cit., p. 26) notava che il capitale sociale non è nemmeno indispensabile per la sua funzione *organizzativa* (cioè di strumento per la misurazione dei diritti e doveri dei soci), avendo anch'essa iniziato da tempo il suo declino (oltre all'esempio, riportato dall'Autore, delle azioni di risparmio – prive del diritto di voto – si pensi alle altre categorie di azioni senza diritto di voto o con voto limitato, all'assegnazione non proporzionale di azioni, al diritto di voto attribuibile su determinati argomenti ai titolari di strumenti finanziari, ecc.).

³⁸ In tal senso anche BAUDINO, *La nuova società a responsabilità limitata semplificata*, cit., p. 29.

³⁹ PORTALE, *Capitale sociale*, cit., p. 3, che utilizzando questo termine nel titolo del paragrafo 6 per criticare la prassi dei versamenti *in conto capitale* in luogo di quelli *a capitale* (cd. *sottocapitalizzazione nominale*), evidenzia come vi sia sempre stata la tendenza dei soci di “trasformare il capitale da posta «principe» a posta «cenerentola»”.

è, probabilmente, l'unica funzione in grado di svolgere un capitale *irrisorio* ⁽⁴⁰⁾.

⁴⁰ Cfr. FERRI JR., *Struttura finanziaria*, cit. Infatti, un capitale *irrisorio* non ha alcuna funzione produttivistica. Anzi, nel sistema delle S.r.l. “rinnovate” a capitale “zero” si può dire che il capitale minimo ha, in definitiva, ceduto il passo al patrimonio netto minimo (cfr. l'obbligo di accantonamento “maggiorato” ex art. 2463 c.c., comma 5, c.c.), quindi (salvo ripensamenti legislativi) è quest'ultimo che è destinato a svolgere, d'ora in avanti, un ruolo cardine nell'architettura del sistema delle S.r.l. e non, invece, un capitale *minimo*, che in molti casi sarà presumibilmente anche il capitale *sociale* effettivo della società. In altri termini, ove una S.r.l. adotti un simulacro di capitale (pari a 1 euro o poco più) e sia, in sostanza, “senza capitale”, la funzione *produttivistica* potrà essere assolta più che altro dal *patrimonio netto*, una volta che questo abbia raggiunto una certa “consistenza” (non necessariamente, quindi, in sede di costituzione, potendo nascere la S.r.l. sostanzialmente priva di mezzi propri). Sarà infatti cura dei soci apportare “virtuosamente” fondi sufficienti per assicurare l'adeguato funzionamento della S.r.l. “a patrimonio netto progressivo”, ma non vi è comunque l'obbligo di imputare gli apporti a capitale. Infatti, in Gran Bretagna, ad esempio, a seguito della possibilità (introdotta con il *Companies Act* del 2006) di costituire una *Private Limited Company* con il capitale minimo simbolico pari ad una sterlina l'80% delle *Limited* ha uno *share capital* inferiore a 100 £ e molte di queste hanno un capitale di 1 o 2 £: cfr. HANNIGAN, *Company Law*, Oxford, 2012, p. 558. Invece, sulla crescente diffusione negli U.S.A. delle *Limited Liability Companies*, per le quali, a differenza di quanto previsto dalle varie discipline europee di *civil law* in tema di S.r.l. a capitale “ridotto”, nemmeno sono previste regole sul capitale sociale – per cui oltre a non essere stabilito un *capitale minimo*, non vi sono nemmeno limiti alle tipologie di *conferimenti*, che possono avvenire in ogni forma ai sensi del *RULLCA*, Section 402 – v. CLARK JR., *The Relationship of the Model Business Corporation Act to other Entity Laws*, in *L. and Cont. Probl.*, 2011, vol. 74, p. 57 ss., disponibile al link scholarship.law.duke.edu). Sulla storia e lo sviluppo delle *GmbH* in Germania, v. FLEISCHER, *Die geschlossene Kapitalgesellschaft im Rechtsvergleich*, in *ZGR*, 2016, 36–83.

Non essendo possibile in questa sede ripercorrere il dibattito circa la funzione del capitale, ci si limita ad osservare come, invece, l'affermata funzione di *garanzia* minima di affidamento della società volta a tutelare in via *diretta* i creditori al fine di controbilanciare il beneficio della responsabilità limitata dei soci (su cui v. per tutti SIMONETTO, *Responsabilità e garanzia nel diritto delle società*, Padova, 1959), riveli le sue falle sia ove si consideri che detta funzione è assolta dall'intero patrimonio sociale (e non solo dal capitale) sia e soprattutto tenuto conto – con riferimento all'ipotetica funzione di garanzia del cd. *capital chiffré* – dell'estrema difficoltà di fissare aprioristicamente una “soglia di sicurezza” valevole in qualsiasi tempo e per ogni attività esercitata dalle società di un certo tipo. Al riguardo, v. per tutti PORTALE, *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, cit., p. 23, il quale, richiamandosi a LUTTER, *Von formellen Mindestkapital zu materiellen Finanzierungsregeln im Recht der Kapitalgesellschaften*, in *Festschrift für St. Riesenfeld*, Heidelberg, 1983, p. 168, fa notare che “i rischi economici di una fabbrica di automobili sono molto più elevati di quelli relativi ad un commercio all'ingrosso di

banane”. Per una critica alla funzione garantistica del capitale, cfr. anche PACIELLO, *La funzione normativa del capitale nominale*, in *RDS*, 2010, I, p. 2 ss.; GINEVRA, *Il senso del mantenimento delle regole sul capitale sociale (con cenni alla S.r.l. senza capitale)*, in *BBTC*, 2013, I, p. 169 ss.; ID., *Oltre il capitale sociale? Spunti per la ripresa del dibattito sulla riforma della struttura finanziaria delle società di capitali*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di Giovanni E. Colombo*, Torino, 2011, p. 3 ss.; FERRI JR., *Il sistema e le regole del patrimonio netto*, in *RDS*, 2010, I, p. 26 ss. Il capitale, inoltre, non svolge un’adeguata funzione *vincolistica* alla distribuzione degli utili ai soci; ancora, le norme a tutela dei creditori in caso di riduzione reale del capitale (sostanzialmente, il diritto di opposizione) non si applicano in caso di decisione dei soci di distribuire riserve non vincolate per legge o per statuto. Quanto alla funzione *segnaletica* o *informativa*, invece, il capitale sociale da solo non è sufficiente ad esprimere in maniera corretta la situazione economico-patrimoniale della società proprio a causa dell’“anno di grazia” concesso ai soci dall’art. 2446 c.c. In Italia, dopo la posizione critica di SPOLIDORO, voce «Capitale sociale», cit., in particolare Sez. III, par. 21, v. l’interessante dialettica tra ENRIQUES – MACEY, *Creditors Versus Capital Formation*, cit., e DENOZZA, *A che serve il capitale?*, cit., p. 585 ss., continuata con le repliche di ENRIQUES, *Capitale sociale, informazione contabile e sistema del netto: una risposta a Francesco Denozza*, in *Giur. comm.*, 2005, I, p. 607 ss. (in cui l’A. definiva il capitale sociale come un istituto “sotto assedio”) e di DENOZZA, *Le funzioni distributive del capitale*, in *Giur. comm.*, 2006, IV, p. 489 ss. La discussione si è inserita in un contesto di vivace fermento a livello europeo, iniziato nel 1996 con l’inaugurazione, da parte della Commissione Europea, del progetto SLIM (*Simpler Legislation for the Internal Market*), con cui si proponevano modifiche alla Seconda Direttiva in materia di società per azioni (77/91 del 13 dicembre 1976) e al sistema del capitale sociale (in particolare: l’introduzione di azioni senza valore nominale proprie, in sostituzione delle azioni con valore nominale o con valore contabile; la deroga, a certe condizioni, alla disciplina dei conferimenti in natura di cui agli artt. 10, 11 e 27 della Seconda Direttiva; l’attenuazione dei limiti, quantitativi e temporali, per l’acquisto di azioni proprie e il diritto di opzione; l’abolizione del divieto di assistenza finanziaria in caso di *leveraged buy-out*. Cfr. THE COMPANY LAW SLIM WORKING GROUP, *Recommendations by the Company Law SLIM Working Group on the Simplification of the First and Second Company Law Directives*, 1999). Analogamente, THE HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS, *Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, Brussels, 2002, che approfondiva le tematiche proposte dal Gruppo SLIM ed auspicava, su modello del sistema nordamericano, la graduale introduzione di un regime alternativo di distribuzione ai soci, costituito da un doppio *solvency test*, oltretutto dal rispetto di un *solvency margin* simile al rapporto attivo-passivo correnti. In questa direzione, per certi versi anche più radicale (v. la proposta di abolizione del minimo legale), si collocano gli studi di RICKFORD (a cura di), *Reforming Capital – Report of the Interdisciplinary Group on Capital Maintenance*, in *EBLR*, 2004, p. 919 ss., e di BOSCHMA – LENNARTS – SCHUTTE-VEENSTRA, *Alternative Systems for Capital Protection, Scientific Research and Documentation Centre (Wetenschappelijk Onderzoek - en Documentatiecentrum – WODC) of Ministry of Justice*, 2005, in <https://www.wodc.nl>. In una prospettiva più cauta (v. l’opportunità di non eliminare

Alla luce di ciò, pur condividendo l'intento generale del legislatore d'impedire che la società possa costituirsi o continuare ad operare in presenza di un patrimonio negativo (⁴¹), appare necessaria una

del tutto il capitale sociale), invece, si veda lo studio di LUTTER (a cura di), *Legal Capital in Europe*, in *ECFR, Special Volume 1*, Berlin, 2006. Gli orientamenti *SLIM* e *SLIM-plus* sono stati accolti dalla COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE nella *Comunicazione al Consiglio e al Parlamento europeo. Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea – Un piano per progredire*, COM (2003) 284 definitivo, Bruxelles, 2003 e, poco dopo, nella *Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 77/91/CEE per quanto riguarda la costituzione delle società per azioni e la salvaguardia e le modificazioni del loro capitale sociale*, COM (2004) 730 definitivo, Bruxelles, 2004. La proposta è sfociata nella *Direttiva 2006/68/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 6 settembre 2006 che modifica la direttiva 77/91/CEE del Consiglio* (recepita nel nostro ordinamento con il d.lgs. n. 142 del 2 agosto 2008), che, pur accogliendo molti dei suggerimenti indicati, non prende una decisa posizione in favore dell'abolizione del capitale sociale, ma anzi, la successiva *Direttiva 2012/30/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 25 ottobre 2012* riafferma, con riferimento alle S.p.A., l'importanza dell'istituto in un'ottica garantistica per i soci e i terzi. A seguito sia della crisi macroeconomica che della crescente competizione tra ordinamenti, infatti, il *focus* principale è ora incentrato verso la regolamentazione delle piccole e medie imprese, mentre il dibattito sul capitale sociale è passato in secondo piano. Su tale dibattito, v. MANNING – HANKS JR., *Legal capital*, cit.; ENRIQUES – MACEY, *Creditors Versus Capital Formation*, cit., p. 108 ss.; MERKT, *Der Kapitalschutz in Europa – ein rocher de bronze?*, in *ZGR* 2004, 305–323; MIOLA, *Il sistema del capitale sociale e le prospettive di riforma nel diritto europeo delle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2005, p. 1199 ss.; MÜLBERT, *A Synthetic View of Different Concepts of Creditor Protection – Or a High-Level Framework for Corporate Creditor Protection*, in *ECGI Law Research Paper Series, Working Paper* n. 60/2006; RICKFORD, *Legal Approaches to Restricting Distributions to Shareholders: Balance Sheet Tests and Solvency Tests*, in *EBOR*, 2006, p. 135 ss.; HANKS JR., *Legal Capital and The Model Business Corporation Act: An Essay for Bayless Manning*, in *Law and Contemporary Problems*, 2011, vol. 74, p. 211 ss., disponibile al link scholarship.law.duke.edu. Per un quadro delle varie tesi sulla funzione del capitale, si veda FERRI JR., *Struttura finanziaria dell'impresa*, cit., p. 741 ss.; BACCETTI, *Creditori extracontrattuali*, cit., p. 456 ss. Sull'evoluzione del diritto societario europeo, v. anche HOPT, *Europäisches Gesellschaftsrecht im Lichte des Aktionsplans der Europäischen Kommission vom Dezember 2012*, in *ZGR* 2013, 165–215.

⁴¹ Sebbene, per il vero, a tal fine non sia necessaria l'imposizione di un capitale minimo. Infatti, le audaci opzioni legislative adottate già da tempo in Francia dimostrano che (non solo il capitale sociale ma) anche il capitale *minimo* non svolge affatto un ruolo tipologico: tra gli ordinamenti europei di *civil law*, infatti, il precorritore della S.r.l. “senza capitale” è stato il legislatore francese, che nel 2003 ha completamente abolito il requisito del *capital chiffré* per tutte le *Sociétés a responsabilité limitée*, rendendo possibile la loro costituzione anche solo con un

maggiore elasticità rispetto a quanto sancito dagli artt. 2446 e 2447 c.c. con esclusivo riferimento al *capitale sociale* ai fini di un'attivazione tempestiva dell'“allerta” ai soci e, quindi, di un'adeguata (ancor prima che risoluzione) prevenzione della crisi dell'investimento, infatti, non sembrano sufficienti né (a) la *sola* convocazione “senza indugio” dell'assemblea nel caso in cui il capitale sia diminuito di oltre un terzo in conseguenza di perdite (2446), poiché l'obbligo scatta troppo tardi, quando la crisi è già in stato avanzato; né (b) il *solo* riconoscimento ai soci della possibilità di venire pienamente a conoscenza dello stato di salute della società e della prevedibile evoluzione della sua gestione in occasione dell'approvazione del bilancio sociale (2428, comma 2, n. 6), poiché tale possibilità è concessa solo annualmente, mentre appaiono necessari flussi informativi più frequenti e (dunque) più aggiornati.

L'importanza di una *tempestiva emersione della crisi* trova peraltro riscontro nell'auspicata introduzione, da parte della Commissione Rordorf ⁽⁴²⁾, poi recepita dall'art. 4 della l. 19 ottobre 2017, n. 155 (*Delega al Governo per la riforma delle discipline della crisi di impresa e dell'insolvenza*), di “procedure di allerta e di composizione assistita della crisi, di natura non giudiziale e confidenziale, finalizzate a incentivare l'emersione anticipata della

capitale di 1 centesimo di euro. Essendo invece rimaste in vigore le disposizioni a tutela dell'integrità del capitale, come quella di cui all'art. L223-42 *cod. comm.*, che impone l'obbligo di ricostituire il capitale in presenza di perdite pari o superiori alla metà del medesimo (cfr. anche CINCOTTI, *La disciplina della SARL di diritto francese nell'ambito del dibattito europeo sul capitale sociale*, in *Giur. comm.*, 2007, I, p. 600 ss.), ciò significa che, nonostante l'assenza di un capitale minimo, nemmeno la SARL può operare laddove il suo patrimonio abbia un valore negativo. In tema, v. LECOURT, *L'avenir du droit français des sociétés: que peut-on encore attendre du législateur européen?*, in *Rev. sociétés*, 2004, p. 223 ss.; NURIT-PONTIER, *La détermination statutaire du capital social: enjeux et conséquences*, *D.* 2003. 1612 ss.; ID., *La libération partielle du capital social: un choix pertinent pour les sociétés dispensées de capital minimum?*, *D.* 2011, p. 828 ss.

⁴² Cfr. *Relazione allo schema di legge delega per la riforma delle procedure concorsuali*, elaborata dalla Commissione Rordorf per elaborare proposte di interventi di riforma, ricognizione e riordino della disciplina delle procedure concorsuali, visionabile su <https://www.giustizia.it>.

crisi e ad agevolare lo svolgimento di trattative tra debitore e creditori” (43).

Quanto detto è capace di trovare un fondamento nel complesso normativo riguardante il governo delle società di capitali, in particolare i doveri degli amministratori e i diritti nonché le competenze dei soci, che si orienta proprio nel senso di attribuire estrema importanza al mantenimento di adeguati flussi informativi soprattutto al profilarsi di una crisi dell'impresa.

V'è da precisare, tuttavia, che le riflessioni che seguono sono rivolte in particolare alle società per azioni, ove vige una netta separazione tra proprietà e gestione dell'impresa, aspetti che invece, tendenzialmente, coincidono nelle società a responsabilità limitata, tipo caratterizzato da una maggiore sovranità (e dunque informazione) dei soci grazie a una ripartizione di competenze meno rigida e a un'autonomia statutaria più ampia in virtù dell'art. 2479 c.c., norma di senso diametralmente opposto rispetto all'art. 2364 c.c. (44).

⁴³ Si tratta di una tendenza riscontrabile anche nella documentazione predisposta dall'INTERNATIONAL MONETARY FUND, *Orderly and Effective Insolvency Procedures*, 1999, visionabile su www.imf.org; nonché da UNCITRAL, *Legislative Guide on Insolvency*, 2004, in www.uncitral.org; e più recentemente da THE WORLD BANK, *Principles for Effective Insolvency and Creditor Rights Systems*, 2015, in www.worldbank.org.

⁴⁴ Conseguenza del disposto di cui all'art. 2479 c.c. è difatti la previsione di cui al comma 7 dell'art. 2476 c.c., che prevede la responsabilità solidale con gli amministratori dei soci che abbiano intenzionalmente deciso o autorizzato il compimento di atti dannosi per la società, i soci o i terzi. Al riguardo, v. PATRIARCA, *La responsabilità del socio “gestore” di s.r.l.*, in *Società*, 2007, p. 1193 ss.; MELI, *La responsabilità dei soci nella s.r.l.*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, Torino, 2007, p. 668 ss.; ID., *La responsabilità dei soci nella s.r.l.: ambito di applicazione e presupposti di azionabilità*, in *Società*, 2010, p. 1455 ss.; ZANARDO, *L'estensione della responsabilità degli amministratori di s.r.l. per mala gestio ai soci “cogestori”: luci e ombre della disposizione dell'art. 2476, 7° comma, c.c.*, in *Riv. soc.*, 2009, 498 ss.; SCARPA, *Responsabilità di amministratori e soci nella s.r.l. tra concorrenza gestionale e informazione endosocietaria*, in *Danno e resp.*, 2010, p. 5 ss. Per quanto riguarda le distribuzioni di competenze tra soci e amministratori di s.r.l., v. DEMURO, *Distribuzione e spostamento di competenza tra amministratori e (decisioni dei) soci nella s.r.l.*, in *Giur. comm.*, 2005, I, p. 856 ss. Per l'opinione, del tutto condivisibile, che nelle s.r.l. la competenza gestoria risulta in

4. La correttezza e l'adeguatezza dell'informazione come criterio guida per una gestione efficiente dell'impresa. I rapporti endoconsiliari.

L'evoluzione del diritto societario, infatti, si caratterizza per esaltare sempre di più l'importanza della *correttezza* e dell'*adeguatezza dell'informazione*, sia all'interno del consiglio di amministrazione sia nei rapporti intercorrenti tra i vari organi societari, onde perseguire l'obiettivo di una gestione efficiente dell'impresa.

Con la riforma delle società di capitali, l'obbligo d'*informazione corretta e adeguata* appare, in particolare, una delle fondamentali declinazioni dei criteri guida dell'operato degli amministratori, rappresentati dalla *correttezza* dell'amministrazione societaria e dall'*adeguatezza* degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili ⁽⁴⁵⁾.

Il principio di corretta amministrazione, dapprima introdotta dall'art. 149, comma 1, lett. b) del T.U.F. (d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58) con riferimento ai doveri del collegio sindacale, è stata in seguito elevata, insieme al principio di adeguatezza, a "clausola generale di comportamento degli amministratori" ⁽⁴⁶⁾ dall'art. 2403, primo comma

definitiva assegnata ai soci grazie al disposto di cui all'art. 2479 c.c., v. GUIZZI, *Riflessioni intorno all'art. 2380-bis c.c.*, in AA.VV., *Società, banche e crisi d'impresa*. Liber amicorum *Pietro Abbadessa*, diretto da Campobasso M. – Di Cataldo – Guerrera – Sciarrone Alibrandi, II, Torino, 2014, p. 1043 ss.

⁴⁵ Al riguardo, v. MERUZZI, *L'informativa endo-societaria nella società per azioni*, in *Contr. e impr.*, 2010, p. 737 ss.

⁴⁶ Cfr. ABRIANI – MONTALENTI, *L'amministrazione: vicende del rapporto, poteri, deleghe e invalidità delle deliberazioni*, in ABRIANI – AMBROSINI – CAGNASSO – MONTALENTI, *Le società per azioni*, in *Tratt. di dir. comm.*, diretto da Cottino, Padova, IV, 2010, p. 615; IRRERA, *Gli obblighi degli amministratori di società per azioni tra vecchie e nuove clausole generali*, in *RDS*, 2011, p. 358 ss., reperibile su www.associazione.orizzontideldirittocommerciale.it. Sull'importanza del principio di correttezza, v. ASSOCIAZIONE PREITE, *Il diritto delle società*, a cura di

del codice civile, peraltro anche in questo caso in modo soltanto indiretto, essendo tali criteri previsti sempre in relazione ai doveri di vigilanza del collegio sindacale. L'art. 2403, comma 1, c.c., infatti, impone ai sindaci di vigilare non solo sull'osservanza della legge o dello statuto, ma anche sul rispetto, da parte dell'organo amministrativo, dei principi di *corretta amministrazione* e, in particolare, sull'*adeguatezza* dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile.

Nonostante questa previsione indiretta, la legge ha sancito con chiarezza quali siano gli obblighi per eccellenza degli amministratori ⁽⁴⁷⁾ sia di S.p.A. che di S.r.l. ⁽⁴⁸⁾, in virtù dell'espresso richiamo alla

Olivieri – Presti – Vella, Bologna, II° ed., 2006, p. 181; MONTALENTI, *Gli obblighi di vigilanza nel quadro dei principi generali sulla responsabilità degli amministratori di società per azioni*, in AA.VV., *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da Abbadessa – Portale, II, Assemblea – Amministrazione, Torino, 2006, p. 835 ss., secondo il quale la riforma ha in tal modo apprestato una “innovativa regolamentazione del ruolo dei gestori”; SFAMENI, *Responsabilità da reato e nuovo diritto azionario: appunti in tema di doveri degli amministratori ed organismo di vigilanza*, in *Riv. soc.*, 2007, p. 154 ss.; TOFFOLETTO A., *Amministrazione e controlli*, in AA. VV., *Diritto delle società (Manuale Breve)*, IV° ed., Milano, 2008, p. 214 ss.; Per la stretta connessione di tale principio con quello di adeguatezza degli assetti, v. MERUZZI, *L'adeguatezza degli assetti*, reperibile su www.associazionepreite.it, p. 2 ss. Si ricordi, peraltro, che secondo parte della dottrina il dovere di corretta amministrazione e, in particolare, il dovere di adeguatezza degli assetti, precedentemente alla riforma doveva già considerarsi un “dovere implicito” nella funzione di amministrare una società, non apportando pertanto la riforma nulla di nuovo: cfr. COLOMBO, *Amministrazione e controllo*, in *Il nuovo ordinamento delle società. Lezioni sulla riforma e modelli statutari*, Milano, 2003, p. 175 ss.

⁴⁷ Cfr. IRRERA, *Gli obblighi degli amministratori di società per azioni*, cit. Cfr. anche CAVALLI, *Sub art. 149 Tuf, Testo Unico della Finanza, Commentario*, diretto da Campobasso G.F., II, Emittenti, Torino, 2002, p. 1241, secondo cui l'art. 149 T.U.F. (ovvero l'antecedente dell'art. 2403 c.c.) “finisce per riflettere i suoi effetti anche sulla sfera dei doveri imposti [...] agli stessi amministratori”; BUONOCORE, *Adeguatezza, precauzione, gestione, responsabilità: chiose sull'art. 2381, commi terzo e quarto del codice civile*, in *Giur. comm.*, 2006, I, p. 7 ss., secondo cui l'adeguatezza degli assetti era una problematica pressoché ignota in epoca ante riforma. Tuttavia, sul ruolo e l'importanza dell'organizzazione dell'impresa e sulle correlative responsabilità degli amministratori, v. già MENGONI, *Recenti mutamenti nella struttura e nella gerarchia dell'impresa*, in *Riv. soc.*, 1958, p. 689 ss.

⁴⁸ Cfr. RESCIGNO M., *La responsabilità per la gestione: profili generali*, in MOSCA – REGOLI – RESCIGNO – SCOGNAMIGLIO, *L'amministrazione. La responsabilità gestoria*, in *Trattato delle società a responsabilità limitata*, diretto da

disciplina del collegio sindacale delle S.p.A. ad opera dell'art. 2477, comma 5, c.c. I suddetti principi, infatti, sono capaci di concretizzarsi in più specifiche regole di condotta ⁽⁴⁹⁾ di natura sia tecnica che giuridica: nell'ambito delle prime, si possono individuare tutte le norme dell'agire imprenditoriale secondo i generali criteri di razionalità economica ⁽⁵⁰⁾ e di organizzazione societaria formalizzata e trasparente ⁽⁵¹⁾. Con riferimento in particolare alla *correttezza*, ciò si ricava dall'art. 2497 c.c. che, nell'ambito della disciplina dei gruppi, enuncia i “principi di corretta gestione *societaria* e *imprenditoriale*”, i quali, com'è stato osservato, assumono portata generale, non rilevando unicamente in presenza di un'attività di direzione e coordinamento ⁽⁵²⁾: di conseguenza, avendo i principi enunciati dagli artt. 2403 e 2497 c.c. un significato tecnico-giuridico sostanzialmente identico ⁽⁵³⁾, “può trarsi [...] il convincimento secondo il quale le regole della correttezza sono suscettibili di essere valutate sia in prospettiva *societaria*, alla stregua degli obblighi e dei doveri in rapporto alla forma societaria prescelta,

Ibba e Marasà, V, Milano, 2012; RORDORF, *Doveri e responsabilità degli amministratori di società di capitali in crisi*, in *Le società*, 2013, p. 670 ss.; STRAMPELLI, *Distribuzioni ai soci e tutela dei creditori: l'effetto degli IAS/IFRS*, Torino, 2009.

⁴⁹ Cfr. CORSO, *Gli interessi “per conto di terzi” degli amministratori di società per azioni*, Torino, 2016, p. 220 ss.

⁵⁰ E v. infatti le CNDCEC, *Norme di comportamento del collegio sindacale – principi di comportamento del collegio sindacale di non quotate*, 2015, Norma 3.3. – *Vigilanza sul rispetto dei principi di corretta amministrazione*, disponibile su www.commercialisti.it: “La vigilanza sul rispetto dei principi di corretta amministrazione consiste nella verifica della conformità delle scelte di gestione ai generali criteri di razionalità economica”.

⁵¹ Cfr. LIBONATI, *Diritto commerciale. Impresa e società*, Milano, 2005, p. 406 ss.

⁵² Cfr. MAZZONI, *La responsabilità gestoria per scorretto esercizio dell'impresa*, cit., p. 829 ss. In tema, v. altresì GALGANO, *Direzione e coordinamento di società*, in *Commentario Scialoja – Branca*, Bologna – Roma, 2005, p. 102 ss.; TOMBARI, *Crisi di impresa e doveri di «corretta gestione societaria e imprenditoriale» della società capogruppo*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, I, p. 631 ss.

⁵³ V. MONTALENTI, *I gruppi di società*, in ABRIANI – AMBROSINI – MONTALENTI – CAGNASSO, *Le società per azioni*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Cottino, vol IV, t. I, Padova, 2010, p. 1064 ss.

sia in prospettiva *imprenditoriale*, in rapporto, cioè, alle regole ed ai principi che governano l'agire imprenditoriale e, dunque, in senso conforme alla razionalità economica" ⁽⁵⁴⁾, incidendo l'obbligo di corretta amministrazione in modo determinante sul profilo *dinamico* della gestione sociale ⁽⁵⁵⁾.

Nell'ambito delle regole giuridiche, invece, si possono individuare i principi e le norme a tutela degli interessi che vengono in gioco nell'attività d'impresa, aventi sia carattere sostanziale che procedurale, come ricorda anche l'art. 2391-*bis* c.c. in tema di correttezza delle operazioni societarie con parti correlate ⁽⁵⁶⁾.

Tra le regole procedurali, poi, s'inquadrano tutti gli adempimenti informativi cui l'amministratore è tenuto al fine di incrementare la trasparenza e la verificabilità dei processi decisionali che, con la riforma, hanno assunto estrema importanza attraverso l'accentuata procedimentalizzazione del dovere di *disclosure* di *qualsiasi* interesse che l'amministratore abbia in una data operazione *ex art.* 2391 c.c. ⁽⁵⁷⁾

⁵⁴ Così BRIZZI, *Doveri degli amministratori e tutela dei creditori nel diritto societario della crisi*, Torino, 2015, p. 191.

⁵⁵ E cioè sull'attività d'impresa. In questo senso, IRRERA, *Gli obblighi degli amministratori di società per azioni*, cit., p. 12, il quale colloca il dovere di corretta amministrazione all'interno del principio di correttezza e buona fede *ex artt.* 1175 e 1375 c.c.; ID, *Assetti organizzativi*, cit., p. 60 ss.

⁵⁶ Oltre all'art. 2391-*bis* c.c., anche gli artt. 7 e 8, comma 2 del Regolamento Consob parti correlate prevedono che gli amministratori indipendenti esprimano un parere "sull'interesse della società al compimento dell'operazione, nonché sulla convenienza e *correttezza sostanziale* delle relative condizioni".

⁵⁷ Sull'incrementata procedimentalizzazione dell'agire degli amministratori, v. IRTI, *Due temi di governo societario (responsabilità "amministrativa" – codici di autodisciplina)*, in *Giur. comm.*, 2003, I, p. 693 ss.; RABITTI, *Rischio organizzativo e responsabilità degli amministratori*, Milano, 2004, p. 15 ss. BUONOCORE, *Adeguatezza, precauzione, gestione, responsabilità*, cit., p. 28 ss.; SERAFINI, *Responsabilità degli amministratori e interessi protetti*, Milano, 2013, p. 37 ss.; RORDORF, *Doveri e responsabilità degli amministratori*, cit. In particolare, l'art. 2391 c.c. è stato sostituito dal D.lgs. n. 6 del 2003 (e poi modificato dal D.lgs. n. 310 del 2004). A differenza della previgente disciplina, che regolava la sola ipotesi in cui l'amministratore in una determinata operazione avesse un interesse in *conflitto* con quello della società, la nuova norma si applica pressoché pacificamente a ogni caso in cui l'amministratore abbia un interesse *qualsiasi* in una certa operazione,

(il cd. *duty of loyalty*): si tratta, come noto, di un obbligo che dev'essere adempiuto senza indugio e prima che venga adottata la delibera consiliare relativa all'operazione "interessata". Non essendo inoltre tale disposizione derogabile in alcun modo dallo statuto ⁽⁵⁸⁾, tale disciplina ha comportato una rilevante "estensione, quantitativa e qualitativa, dell'obbligo d'informazione degli amministratori" ⁽⁵⁹⁾: il contenuto della comunicazione, infatti, deve essere sufficientemente dettagliato e comunque tale da mettere gli altri consiglieri in grado di valutare adeguatamente l'interesse in relazione all'affare ⁽⁶⁰⁾.

indipendentemente dal fatto che esso sia in conflitto o meno con l'interesse della società: cfr. PATRONI GRIFFI, *Art. 2391. Interessi degli amministratori*, in *Amministrazione, controllo e bilancio nella riforma della s.p.a., La riforma delle società*, a cura di Sandulli – Santoro, Torino, 2003, p. 462 ss.; MELI, *La disciplina degli interessi degli amministratori di s.p.a. tra nuovo sistema e vecchi problemi*, in *AGE*, 2003, p. 157; MAFFEIS, *Il nuovo conflitto di interessi degli amministratori di società per azioni e di società a responsabilità limitata: (alcune) prime osservazioni*, in *Riv. dir. priv.*, 2003, p. 522 ss.; SALANITRO, *Gli interessi degli amministratori nelle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2003, p. 49 ss.; MACRÌ, *Interessi degli amministratori*, in *Profili e problemi dell'amministrazione nella riforma delle società*, a cura di Scognamiglio G., Milano, 2003, p. 137 ss.; LIBONATI, *L'impresa e le società. Lezioni di diritto commerciale*, Milano, 2004, p. 251 ss.; BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a. dopo la riforma delle società*, Milano, 2004, p. 146 ss.; MARCHETTI P., *Il potere decisionale gestorio nella s.p.a.*, in *AA.VV., Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, a cura di Cian G., *Atti del Convegno di studi, Padova-Abano Terme, 5/7.6.2003*, Padova, 2004; GUIZZI, *Sub art. 2391*, in *Società di capitali, Commentario*, diretto da Niccolini – Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, p. 654 ss.; CANDELLERO, *Commento all'art. 2391 c.c.*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di Cottino-Bonfante-Cagnasso-Montalenti, Bologna, 2004, p. 750; ENRIQUES – POMELLI, *Sub art. 2391*, in *Il nuovo diritto delle società, Commento sistematico al d.lgs. 17 gennaio 2003 n. 6*, a cura di Maffei – Alberti, III, Padova, 2005, p. 759 ss.; ZAMPERETTI, *Il nuovo conflitto d'interessi degli amministratori di s.p.a.: profili sparsi di fattispecie e disciplina*, in *Società*, 2005, p. 1088 ss.; MINERVINI, *Gli interessi degli amministratori di s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 2006, I, p. 153 ss.; VENTORUZZO, *Sub art. 2391*, in *Amministratori (artt. 2380-2396 c.c.)*, a cura di Ghezzi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti P. – Bianchi – Ghezzi – Notari, Milano, 2005, p. 423 ss.; ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2006, p. 136 ss.; TINA, *L'esonero della responsabilità degli amministratori di s.p.a.*, Milano, 2008, p. 23 ss.

⁵⁸ Cfr. VENTORUZZO, *Sub art. 2391*, cit., p. 453 ss.

⁵⁹ MINERVINI, *Gli interessi degli amministratori di s.p.a.*, cit., p. 587 ss.

⁶⁰ La convenienza e l'adeguatezza delle condizioni dell'operazione dovrà essere valutata anche sulla base di un confronto con altre operazioni aventi caratteristiche

La *ratio* sottostante all'attuale formulazione dell'art. 2391 c.c. sembra dunque avere senza dubbio carattere *preventivo*, in quanto volta ad accrescere i flussi informativi inter-consiliari mediante l'imposizione di più stringenti obblighi d'informazione (prima) e di motivazione (poi) delle decisioni del consiglio nell'ottica di una maggiore trasparenza dei processi decisionali ⁽⁶¹⁾.

Con riguardo invece alle norme giuridiche *sostanziali* in grado di colmare il contenuto del principio di *correttezza*, una delle disposizioni in grado di meglio dimostrare un rilevante ampliamento degli obblighi

simili, mentre in presenza di elementi di novità tale valutazione comparativa si renderà alquanto difficile: cfr. BONELLI, *La responsabilità degli amministratori di società per azioni*, Milano, 1992, p. 90 ss.; EISENBERG, *The Duty of Good Faith in American Corporate Law*, 3 ECFLR 1 (2006), p. 628 ss., disponibile su <http://scholarship.law.berkeley.edu>. In tema, v. altresì PATRONI GRIFFI, *Art. 2391*, cit., p. 463 ss.; GUIZZI, *Sub art. 2391*, cit., p. 656; ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Il diritto delle società*, cit., p. 162 ss. Per ulteriori riflessioni sul contenuto dell'informazione, ad esempio sulla necessità o meno che venga resa nota anche l'entità dell'eventuale vantaggio a favore dell'amministratore, v. ENRIQUES – POMELLI, *Sub art. 2391*, cit., p. 765 ss.; VENTORUZZO, *Sub art. 2391*, cit., p. 448 ss.; DE ACUTIS – SANTINI, *S.p.A. – Amministrazione e controllo*, Milano, 2003; CORSO, *Gli interessi "per conto di terzi" degli amministratori*, cit.

⁶¹ Peraltro non del tutto pacificamente: è stato infatti notato che la disciplina non sarebbe coerente con la descritta finalità preventiva della norma in commento, in quanto continua a condizionare l'annullamento della delibera alla sua dannosità potenziale anche quando ad essere violati siano soltanto obblighi di natura procedimentale. Cfr. MELI, *La riforma dell'art. 2391 c.c.: un passaggio incompleto dal conflitto alla trasparenza degli interessi*, in *La riforma del diritto societario*, Atti dei seminari tenuti nell'Auditorium della Cassa forense, Roma 12 maggio-10 luglio 2003, Roma, 2003, p. 25 ss.; MARCHETTI C., *Il conflitto di interessi degli amministratori di società per azioni: i modelli di definizione di un problema in un'analisi economica comparata*, in *Giur. comm.*, 2004, I, p. 1229 ss. al riguardo, v. anche MINISTERO DELLA GIUSTIZIA, *Relazione al decreto legislativo 17 gennaio, n. 6. Riforma organica della disciplina delle società di capitali e cooperative, in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366*, § 6.III.2: "L'ampia circolazione delle informazioni sulla gestione, con particolare trasparenza sulle operazioni relativamente alle quali gli amministratori possano, anche per conto terzi, avere un interesse, tende da un lato a rendere efficaci ed utili le riunioni e le deliberazioni del consiglio (che può impartire direttive agli organi delegati e avocare a sé operazioni rientranti nella delega: art. 2381, terzo comma) e, d'altro lato, a definire un'articolazione interna del consiglio e del suo funzionamento in cui i rispettivi poteri e doveri del consiglio e degli organi delegati siano delineati con precisione, in modo che anche le rispettive responsabilità possano essere rigorosamente definite".

informativi degli amministratori, è senz'altro quella di cui all'ultimo comma dell'art. 2381 c.c. che sancisce il *dovere di agire in modo informato*.

Con tale disposizione, il legislatore ha elevato l'informazione a vero e proprio canone di condotta dell'amministratore diligente, idoneo perciò a individuare comportamenti rilevanti sia con riguardo alle scelte imprenditoriali da operare (*l'informarsi*) sia con riguardo ai rapporti intra ed extra consiliari (*l'informarsi* e *l'informare*) ⁽⁶²⁾.

Da un lato, infatti, la norma citata, prevedendo che “*gli amministratori sono tenuti ad agire in modo informato*”, sottolinea l'importanza dell'informazione quale presupposto essenziale di ogni decisione imprenditoriale: questa, per essere valutata “diligente” ai sensi dell'art. 2392 c.c., dovrà essere assunta sulla base di una ragionevole conoscenza del contesto di riferimento, ovvero a seguito di un'adeguata attività di ricerca, selezione, verifica ed analisi delle informazioni al fine di adottare una scelta ponderata. L'art. 2381, comma 6, c.c., quindi, non si limita a indicare una generica modalità dell'agire secondo il parametro della diligenza professionale *ex art.* 2392 c.c., ma incide sullo specifico contenuto della prestazione cui è tenuto l'amministratore, fissando un vero e proprio principio normativo della gestione dell'impresa ⁽⁶³⁾.

⁶² Per la centralità del dovere di agire in modo informato, v. già l'art. 4, comma 8, lett. g) della Legge delega alla Riforma 3 ottobre 2001, n. 366 nonché la Relazione alla Riforma, § 6.III.2. Cfr. altresì Cass. Pen., V Sez., 4 maggio-19 giugno 2007, n. 23838, in *Giur. comm.*, 2008, II, p. 369 ss., con nota di SACCHI. Inoltre, come nota anche IRRERA, *Doveri degli amministratori*, cit., p. 15, un'altra importante declinazione legislativa, sempre da un punto di vista sostanziale, del principio di correttezza è costituita dall'obbligo di rappresentazione in modo veritiero e *corretto* della situazione patrimoniale, economica e finanziaria della società all'interno del bilancio (art. 2423, comma 2, c.c.).

⁶³ Appare invece condivisibile l'opinione secondo cui il dovere di *diligenza professionale* di cui all'art. 2392 c.c. rappresenta invece solo un *parametro* per valutare se ed in che modo gli amministratori abbiano gestito l'impresa nel rispetto dei “doveri imposti dalla legge e dallo statuto” (art. 2392, comma 1, c.c.). In questo senso, IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati e governo delle società di capitali*,

Il dovere di agire informato assume poi particolare rilevanza nei rapporti sia *intra* che *extra* consiliari, cioè sia nei rapporti (interni) tra i membri del consiglio di amministrazione sia nei rapporti (esterni) tra il consiglio nel suo complesso e gli altri organi societari.

Costituisce un'esplicitazione del primo aspetto il disposto di cui agli artt. 2381, comma 3 e comma 5 c.c., che, colorando il principio di adeguatezza nell'ambito delle deleghe di amministrazione, stabilisce gli obblighi per il consiglio di valutare, “sulla base delle *informazioni ricevute*”, l'*adeguatezza* dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società (e, v'è da ritenere, il suo *concreto funzionamento*)⁽⁶⁴⁾; di esaminare, “quando elaborati, i piani strategici, industriali e

Milano, 2005, p. 60 ss.; ID., *Profili di corporate governance della società per azioni tra responsabilità, controlli e bilancio*, Milano, 2009, p. 7 ss.; GAMBINO – SANTOSUOSSO, *Società di capitali*, II, in *Fondamenti di diritto commerciale*, a cura di Gambino, Torino, 2007, p. 132 ss.; VASSALLI, *Sub art. 2392 c.c.*, in *Commentario romano al nuovo diritto della società*, diretto da d'Alessandro, II, Padova, 2011, p. 152 ss.; ID., *L'art. 2392 novellato e la valutazione della diligenza degli amministratori*, in *Profili e problemi dell'amministrazione nella riforma delle società*, a cura di Scognamiglio G., Milano, 2003, p. 23 ss.; MIOLA, *Interlocking directorates e doveri degli amministratori*, in *I legami personali negli organi amministrativi delle società tra autonomia privata e regole di mercato*, diretto da SANTAGATA, Torino, 2011, p. 56 ss. Nella dottrina civilistica, v. RODOTÀ, voce *Diligenza*, in *Enc. Dir.*, XII, Milano, 1964, p. 543 ss.; GIORGIANNI, voce *Inadempimento*, in *Enc. Dir.*, XX, Milano, 1970, p. 880 ss.; DI MAJO, voce *Obbligazione*, in *Enc. Giur.*, XXI, Roma, 1990, p. 27 ss. Per una ricostruzione del dibattito in tema, v. BRIZZUOLI, *Doveri degli amministratori*, cit., p. 189 ss., nota 74; per il dibattito nel *common law*, v. GHEZZI, *I doveri fiduciari degli amministratori nei “Principles of Corporate Governance”*, in *Riv. soc.*, 1996, p. 465 ss.; GRANTHAM, *The Content of the Director's Duty of Loyalty*, in *Journal of Business Law*, 149, 1993. Al riguardo, v. Cass. 2 febbraio 2015, n. 1783, in *Le Società*, XII, 2015, che, dopo aver ribadito il principio dell'insindacabilità nel merito delle scelte imprenditoriali degli amministratori, ha stabilito che il giudizio sulla responsabilità dell'amministratore debba investire soltanto la diligenza da questi osservata “nell'apprezzare preventivamente i margini di rischio connessi all'operazione da intraprendere”.

⁶⁴ Secondo le *Norme di comportamento del collegio sindacale*, cit., Norme 3.4 e 3.6, per *assetto organizzativo* “s'intende il complesso delle direttive e delle procedure stabilite per garantire che il potere decisionale sia assegnato ed effettivamente esercitato ad un appropriato livello di competenza e responsabilità”, occorrendo considerare la “separazione e contrapposizione di responsabilità nei compiti e nelle funzioni”, la “chiara definizione delle deleghe o dei poteri di ciascuna funzione”, nonché la “verifica costante da parte di ogni responsabile sul lavoro svolto dai

finanziari della società”⁽⁶⁵⁾; nonché di valutare il “generale andamento della gestione” sulla base della specifica relazione periodica

collaboratori”: un assetto organizzativo è dunque adeguato se presenta una struttura compatibile con le dimensioni della società, nonché con le modalità di perseguimento dell’oggetto sociale. L’assetto amministrativo e contabile può invece definirsi come “l’insieme delle direttive, delle procedure e delle prassi operative dirette a garantire la completezza, la correttezza e la tempestività di un’informativa societaria attendibile, in conformità ai principi contabili adottati dall’impresa”: un sistema amministrativo-contabile risulta dunque adeguato se consente “la completa, tempestiva ed attendibile rilevazione contabile e rappresentazione dei fatti di gestione; la produzione di informazioni valide e utili per le scelte di gestione e per la salvaguardia del patrimonio aziendale; la produzione di dati attendibili per la formazione del bilancio di esercizio”. Al riguardo, v. MAFFEI ALBERTI, *Sub art. 2403 c.c.*, in *Commentario breve al diritto delle società*, cit., p. 793 ss.; IRRERA, *Gli obblighi degli amministratori*, cit., il quale, a p. 2, nt. 4, in modo del tutto condivisibile sottolinea che “la creazione e la manutenzione di assetti adeguati presuppone che gli stessi contengano la disciplina dei flussi informativi endo-societari”. Lo stesso Autore, inoltre, in *Doveri degli amministratori*, cit., p. 20 ss., osserva che, ai fini di poter valutare come adeguato un assetto organizzativo, la società da un lato deve essere dotata – come minimo – di tre documenti fondamentali a livello di gestione: l’“organigramma aziendale”, “compiti e responsabilità”, “deleghe e poteri”; dall’altro lato, deve dotarsi di procedure che regolamentino nel dettaglio tutte le singole fasi dell’attività d’impresa in base alla natura e alle dimensioni della stessa (cioè più grandi sono le dimensioni, maggiore deve essere la procedimentalizzazione), rappresentando ciò (non un rischio d’ingessatura ma) una garanzia di efficienza, regolarità e controllo. V’è poi da ritenere, insieme ad autorevole dottrina (ABBADESSA, *Profili tipici della nuova disciplina della delega amministrativa*, in AA.VV., *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da Abbadessa – Portale, Torino, 2007, II, p. 489 ss., p. 502 ss.), che, nonostante l’art. 2381, comma 3 non menzioni (a differenza dell’art. 2403, comma 1) il “concreto funzionamento” degli assetti, la valutazione dei deleganti debba riguardare non solo l’adeguatezza (che attiene al profilo statico) ma anche l’efficienza (profilo dinamico) degli assetti medesimi (e perciò il loro concreto funzionamento). *Contra*, tuttavia, OLIVIERI, *I controlli “interni” nelle società quotate dopo la legge sulla tutela del risparmio*, in *Giur. comm.*, 2007, I, p. 409 ss.

⁶⁵ Com’è stato rilevato (cfr. ZAMPERETTI, *Il dovere di informazione degli amministratori nella governance della società per azioni*, Milano, p. 84 ss.), l’inciso “quando elaborati” sembrerebbe far ritenere (in modo quasi kafkiano) che per gli amministratori di s.p.a. (soggetti incaricati di gestire professionalmente l’impresa) l’elaborazione di piani strategici, industriali e finanziari costituisca non un obbligo, bensì una mera facoltà. Fortunatamente, “i potenziali inconvenienti della scelta legislativa possono essere contenuti grazie non solo agli artt. 2428, 3° comma, n. 6, c.c. e 2381, 5° comma, c.c., che impongono una strategia gestionale, per quanto semplificata, ma anche al principio di diligenza, sia pure parametrato (ex art. 2392, 1° comma, c.c.) alle specifiche competenze dei singoli amministratori”. Così SACCHI, *Amministratori deleganti e dovere di agire in modo informato*, in *Giur. Comm.*, 2008,

trasmessagli dagli organi delegati (comma 3), “in ogni caso almeno ogni sei mesi” (comma 5) ⁽⁶⁶⁾, attraverso la quale dev’essere riferito il “generale andamento della gestione”, la sua “prevedibile evoluzione”, nonché le “operazioni di maggior rilievo, per le loro dimensioni o caratteristiche, effettuate dalla società e dalle sue controllate”. A carico dei delegati, poi, è previsto un identico obbligo di curare che gli assetti societari siano adeguati alla natura e alle dimensioni dell’impresa ⁽⁶⁷⁾.

La legge, pertanto, impone agli amministratori deleganti un obbligo di valutazione dell’operato dei delegati sulla base dell’adempimento di specifici obblighi informativi da parte di questi ultimi, ricollegando quindi la responsabilità sia dei consiglieri non esecutivi sia degli amministratori delegati alla violazione del dovere di agire informati, sulla base delle informazioni che devono essere somministrate periodicamente al consiglio (*informare*) nonché di quelle

II, 369 ss., p. 385, richiamandosi a MONTALENTI, *Gli obblighi di vigilanza*, cit., p. 843 e MARCHETTI P., *Il potere decisionale gestorio nella s.p.a.*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario* (atti del Convegno di Padova-Abano Terme), 5-7 giugno 2003, p. 473. E v. infatti anche le *Norme di comportamento del collegio sindacale*, cit., Norma 3.3. – *Commento*: “Con riguardo alle operazioni maggiormente significative è necessario, altresì, che il collegio verifichi che le scelte siano state assunte sulla base di una procedura che sia idonea a fornire agli amministratori le migliori informazioni fra quelle disponibili e, nel caso la società sia adeguatamente strutturata, sulla base di piani economici, patrimoniali e finanziari che possano essere considerati appropriati. In tale ambito assumono particolare importanza gli strumenti di pianificazione e controllo e soprattutto il riscontro della coerenza dei piani aziendali di medio-lungo periodo con quelli di breve periodo, nonché con la rendicontazione infrannuale”.

Sull’importanza dell’elaborazione dei suddetti piani da parte dell’organo amministrativo, v. anche oltre, nel prosieguo di questo paragrafo.

⁶⁶ Nel caso delle società quotate, l’art. 150, comma 1, T.U.F. prevede invece un obbligo d’informazione almeno *trimestrale* a carico dell’organo amministrativo nel suo complesso nei confronti del collegio sindacale. Tuttavia, è stato correttamente notato che, ove vi siano delle deleghe di amministrazione, il medesimo obbligo d’informazione sussisterebbe senza dubbio anche a carico dei delegati nei confronti dei deleganti. Cfr. SACCHI, *Amministratori deleganti*, cit., p. 381; BONELLI, *L’amministrazione delle s.p.a. nella riforma*, in *Giur. comm.*, 2003, I, p. 750 ss.

⁶⁷ In tema, v. BRIZZI, *Doveri degli amministratori*, cit., p. 188 ss.

che ogni singolo amministratore non esecutivo può chiedere vengano fornite al *plenum* (*l'informarsi* di cui al comma 6) ⁽⁶⁸⁾.

Si tratta di una disposizione che tempera la norma “di salvezza” di cui all’art. 2392, comma 1, c.c., nella parte in cui esenta da responsabilità i consiglieri non esecutivi laddove “si tratti di attribuzioni proprie del comitato esecutivo o di funzioni in concreto attribuite ad uno o più amministratori”. Peraltro, già il successivo comma 2 dell’art. 2392 si premura di specificare che “in ogni caso gli amministratori [...] sono solidalmente responsabili se, essendo a conoscenza di fatti pregiudizievoli, non hanno fatto quanto potevano per impedirne il compimento o eliminarne o attenuarne le conseguenze dannose”: tale norma prevede dunque una responsabilità derivante da un obbligo d’intervento degli amministratori non esecutivi che, a sua volta, discende dall’obbligo di agire in modo informato *ex art.* 2381, comma 6, c.c. e dall’obbligo di impedire l’esecuzione di atti che rechino pregiudizio alla società. La condotta sanzionata è, pertanto, omissiva e consiste nella mancata adozione di un intervento idoneo a correggere o impedire atti pregiudizievoli compiuti dai delegati oppure nella mancata adozione di un intervento idoneo a eliminare o quantomeno attenuare gli aspetti dannosi degli atti pregiudizievoli ⁽⁶⁹⁾.

⁶⁸ In questo senso, Cass., 31 agosto 2016, n. 17441. Come chiarito espressamente dalla Relazione alla Riforma (D.lgs. 17 gennaio 2003, § 6, n. 2), lo scopo dell’ampia circolazione delle informazioni sulla gestione è quello “da un lato, di rendere efficaci ed utili le riunioni e le deliberazioni del consiglio (che può impartire direttive agli organi delegati e avocare a sé operazioni rientranti nella delega: art. 2381, terzo comma)” e, dall’altro, di “definire un’articolazione interna del consiglio e del suo funzionamento (...) in modo che anche le rispettive responsabilità possano essere rigorosamente definite”. Cfr. DE NICOLA, *Sub art. 2381 - Presidente, comitato esecutivo e amministratori delegati*, in *Commentario alla Riforma delle società*, diretto da Marchetti – Bianchi – Ghezzi – Notari, Milano, 2005, p. 106 ss.

⁶⁹ Cfr. al riguardo FONDAZIONE NAZIONALE DEI COMMERCIALISTI, *L’attuale regime di responsabilità degli amministratori non esecutivi e dei sindaci nel modello tradizionale tra potere e dovere di informazione* (Est. ROSMINO), p. 11 ss., reperibile su <http://www.fondazionenazionalecommercialisti.it>.

Posto dunque che è il consiglio di amministrazione *nella sua interezza* che ha l'obbligo di controllare che gli assetti organizzativi, amministrativi e contabili della società siano adeguati alla situazione concreta, in quest'ambito vi rientra senz'altro anche l'adozione tempestiva o meno di strumenti idonei a prevenire la crisi dell'impresa ⁽⁷⁰⁾. Com'è stato notato, infatti, "oggi [...] grazie all'obbligo di assetti contabili adeguati [...] gli amministratori debbono procurarsi informazioni periodiche molto più aggiornate e tempestive sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria della società amministrata e, quindi, intervenire – *attraverso la convocazione dell'assemblea* – repentinamente" ⁽⁷¹⁾.

Il contenuto sostanziale dell'obbligo di adeguatezza, pertanto, concerne sia l'andamento generale della gestione che la sua prevedibile evoluzione, sia le operazioni di "maggior rilievo" ⁽⁷²⁾. Esso implica una valutazione prognostica che l'organo delegato è tenuto a sottoporre al

⁷⁰ V. SALLORENZO, *Profili di responsabilità degli amministratori delle società di capitali*, cit.

⁷¹ IRRERA, *Gli obblighi degli amministratori*, cit., p. 11, il quale, a p. 22, osserva altresì che, "con riguardo al profilo *preventivo*, è necessario – invece – che i sistemi contabili siano in grado di elaborare *budget* e previsioni, con riferimento sia all'ordinaria attività d'impresa, sia ai possibili esiti di investimenti consistenti. Non debbono, da ultimo, essere trascurati gli aspetti finanziari ovvero la capacità per l'impresa di possedere idonei flussi monetari al fine di sostenere e garantire la continuità aziendale". Occorre, inoltre, che "i sistemi contabili, adeguatamente e prontamente alimentati, forniscano, con tempestività, elementi di giudizio in ordine alla sussistenza ed alla permanenza di margini di profitto della commessa o dell'appalto, al fine di evitare che sgradite "sorprese" emergano soltanto al termine di un'attività magari pluriennale".

⁷² Come specificato dalla Relazione di accompagnamento alla Riforma, la rilevanza delle operazioni effettuate dalla società o dalle sue controllate, sulle quali gli amministratori esecutivi sono tenuti ad informare il consiglio ed il collegio sindacale, va *valutata* sia in senso *quantitativo* che *qualitativo* dovendosi fare riferimento alle dimensioni ed alle caratteristiche delle operazioni (come, ad esempio, nel caso di operazioni inusuali o atipiche rispetto all'attività normalmente svolta dalla società, ovvero compiute o deliberate da amministratori portatori di un interesse personale). Cfr. MAFFEI ALBERTI, *Sub art. 2381, Commentario breve al diritto delle società*, in *Breviaria Iuris*, fondati da Cian – Trabucchi, III ed., Padova, 2015, p. 644 ss.; FONDAZIONE NAZIONALE DEI COMMERCIALISTI, *L'attuale regime di responsabilità degli amministratori non esecutivi e dei sindaci*, cit., p. 10.

consiglio di amministrazione (e al collegio sindacale, cui è rimessa ogni valutazione nell'ambito delle rispettive competenze e responsabilità), essendo fondamentale, in particolare, che i sistemi contabili con i relativi *software* informatici siano in grado di elaborare budget e previsioni con riferimento non solo all'ordinaria attività d'impresa, ma anche con riferimento agli investimenti effettuati ⁽⁷³⁾. La pianificazione strategica e la programmazione dell'attività, compresa la valutazione specifica della direzione sulla capacità dell'impresa di continuare ad operare come un'entità in funzionamento, viene talvolta richiesta espressamente, come nel caso del Principio contabile internazionale (IAS) 1 ⁽⁷⁴⁾, talvolta implicitamente, essendo comunque quello della continuità aziendale un principio fondamentale per la redazione del bilancio ⁽⁷⁵⁾, che trova eco anche nel quadro normativo sull'informazione finanziaria, in particolare nell'art. 2423-bis, comma 1, c.c.

In ogni caso, dunque, il dovere di agire informato assume un significato *attivo*: per i delegati, implica l'obbligo di assicurare un costante flusso informativo al consiglio ⁽⁷⁶⁾; per i deleganti, invece, comporta l'obbligo di attivarsi per ricevere le informazioni di volta in volta occorrenti affinché detta valutazione possa essere effettuata in maniera appropriata. Ne deriva che gli amministratori non operativi non potranno limitarsi ad osservare un atteggiamento meramente

⁷³Cfr. IRRERA, *Doveri degli amministratori*, cit., p. 22 ss. Per l'importanza della pianificazione strategica nelle società quotate, v. infatti la Comunicazione Consob n. DEM/9012559 del 6 febbraio 2009 (reperibile su www.consob.it), nonché, per l'importanza dei *forecasts and budgets* nei principali documenti internazionali dedicati al *going concern*, v. i documenti FRC, *An Update for Directors of Listed Companies: Going Concern and Liquidity Risk* (29 settembre 2015) in <https://www.frc.org.uk>; e IAASB, *Audit considerations in respect of going concern in the current economic environment*, gennaio 2009, in <http://www.ifac.org>.

⁷⁴ V. IAS 1, "Presentazione del bilancio" al 1° gennaio 2009, parr. 25-26.

⁷⁵ E si veda sempre il par. 2 del Principio ISA 570 relativo al *going concern*.

⁷⁶Cfr. SPIOTTA, *Sub art. 2392 c.c.*, in *Il nuovo diritto societario*, in *Trattato Cottino*, Bologna, 2004, p. 763 ss.

passivo di ricezione delle informazioni, ma al contrario, ove i dati ricevuti appaiano incoerenti, non tempestivi, influenzati da conflitti d'interesse o insufficienti in relazione al tipo d'impresa e di operazioni intraprese, è dovere di ciascun consigliere attivarsi autonomamente per acquisire ulteriori informazioni ⁽⁷⁷⁾. Ovviamente, ai fini di valutare

⁷⁷ L'amministratore non esecutivo, quindi, è legittimato a fare affidamento sull'informazione ricevuta, dovendosi avvalere del potere-dovere informativo solo nel momento in cui i flussi informativi rivelino una qualche forma di criticità: in questo senso, MALBERTI – GHEZZI – VENTORUZZO, *Sub Art. 2381 c.c., Sistemi di amministrazione e controllo*, in *Commentario alla Riforma delle società*, diretto da Marchetti – Bianchi – Ghezzi – Notari, Milano, 2005, p. 174 ss.; ZAMPERETTI, *Il dovere di informazione*, cit., p. 331; SACCHI, *Amministratori deleganti*, cit., p. 377 ss.; IRRERA, *Gli obblighi degli amministratori*, cit.; VASSALLI, *Sub art. 2381 c.c.*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da d'Alessandro, vol. II, t. I, Padova 2011, p. 31 ss., p. 39; MONTALENTI, *Sub art. 2381 c.c.*, in *Il nuovo diritto societario. Commentario*, diretto da Cottino – Bonfante – Cagnasso – Montalenti, Bologna, 2004, p. 683 ss.; MERUZZI, *L'adeguatezza degli assetti*, cit., p. 169 ss.; ZANARDO, *Delega di funzioni e diligenza degli amministratori nella società per azioni*, Padova, 2010, p. 109 ss.; ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, già diretto da Cicu – Messineo e continuato da Schlesinger, Milano, 2012, p. 417 ss.; FONDAZIONE NAZIONALE DEI COMMERCIALISTI, *L'attuale regime di responsabilità degli amministratori non esecutivi e dei sindaci*, cit., p. 8 ss. Per l'esistenza di un principio di affidamento dei consiglieri verso le informazioni messe a disposizione dai delegati, SFAMENI, *Vigilanza, informazione e affidamento nella disciplina della delega amministrativa*, in AA.VV., *Scritti giuridici per Piergaetano Marchetti. Liber discipulorum*, Milano, 2011, p. 594 ss.; REGOLI, *Poteri di informazione e controllo degli amministratori non esecutivi*, in AA.VV., *Società, banche e crisi d'impresa*, Liber Amicorum Pietro Abbadessa, II, a cura di Campobasso M., Cariello – Di Cataldo – Guerrera – Sciarrone Alibrandi, Torino, 2014, II, p. 1121 ss. In giurisprudenza, Cass. Pen., V Sez., 4 maggio-19 giugno 2007, n. 23838, cit.; Cass., 31 agosto 2016, n. 17441, cit. In senso contrario, per cui l'amministratore sarebbe costantemente tenuto ad avvalersi del potere-dovere di richiedere informazioni e verificarne l'affidabilità, CAGNASSO, *Brevi note in tema di delega di potere gestorio nelle società di capitali*, in *Le Società*, 2003, p. 802 ss.; ABBADESSA, *Profili topici*, cit., p. 497 ss.; MORANDI, *Commento all'art. 2381 c.c.*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di Maffei Alberti, Padova, I, 2005, p. 679 ss. Va tuttavia osservato che in tal modo l'amministratore non potrebbe mai ritenersi autorizzato a considerare sufficiente l'informazione ricevuta. È stato al riguardo notato che una tale lettura della norma attribuirebbe a quel potere-dovere una portata assai simile al previgente dovere di vigilanza sul generale andamento della gestione di cui all'originaria formulazione dell'art. 2392 c.c., rischiando di dilatare il carico di responsabilità degli amministratori non esecutivi (cfr. BARACHINI, *Sub art. 2381 c.c.*, in *Commentario del codice civile*, diretto da Gabrielli, *Delle società – Dell'azienda e della concorrenza (artt. 2379-2451)*, a cura di

l'adempimento del suddetto obbligo positivo di condotta, l'esistenza d'indici d'allarme – che impone agli amministratori di attivarsi – va accertata non in assoluto, ma tenendo distinta la posizione di ciascun amministratore alla luce della *diligenza richiesta dalla natura dell'incarico e dalle specifiche competenze ex art. 2392, comma 1, c.c.* ⁽⁷⁸⁾.

Santosuosso, Torino, 2015, p. 112 ss.). E infatti v. la Relazione alla Riforma (§ 6.III.4), secondo cui “la eliminazione dal precedente secondo comma dell’art. 2392 dell’obbligo di vigilanza sul generale andamento della gestione, sostituito da specifici obblighi ben individuati (v. in particolare gli artt. 2381 e 2391), tende, pur conservando la responsabilità solidale, ad evitare sue indebite estensioni che, soprattutto nell’esperienza delle azioni esperite da procedure concorsuali, finiva per trasformarla in una responsabilità sostanzialmente oggettiva, allontanando le persone più consapevoli dall’accettare o mantenere incarichi in società o in situazioni in cui il rischio di una procedura concorsuale le esponeva a responsabilità praticamente inevitabili”. In questo senso, v. ABBADESSA, *Profili topici*, cit., p. 502 ss. Per una critica alla disciplina insoddisfacente operata dalla Riforma circa i poteri istruttori dei singoli amministratori non esecutivi, GIANNELLI G., *Poteri di controllo degli amministratori non esecutivi*, in *L’attività gestoria nelle società di capitali. Profili di diritto societario italiano e spagnolo a confronto*, a cura di Sarcina – García Cruces, Bari, 2010, p. 213 ss. In senso contrario alla soppressione del dovere di vigilanza degli amministratori deleganti, tuttavia, v. GALGANO – GENGHINI, *Il nuovo diritto societario*, in *Trattato di diritto commerciale e diritto pubblico dell’economia*, diretto da Galgano, XXIX, Padova, 2006, p. 480 ss.; e in senso contrario all’attenuazione di responsabilità, SALAFIA, *Amministratori senza deleghe fra vecchio e nuovo diritto societario*, in *Società*, 2006, p. 294 ss.

⁷⁸ Tenendo quindi conto in primo luogo della “natura dell’incarico”, criterio oggettivo che richiama l’art. 1176, comma 2, c.c. e che riguarda sia le caratteristiche oggettive dell’impresa (dimensioni, organizzazione, settore di attività, struttura dell’azionariato), sia le circostanze specifiche dell’operazione intrapresa (come ad esempio l’importanza della stessa, il tempo e le risorse a disposizione), sia la funzione svolta da ogni amministratore (cioè se sia il presidente, amministratore delegato o consigliere non esecutivo); nonché tenendo conto delle “specifiche competenze” proprie di ciascun amministratore, criterio soggettivo attinente alla professionalità dell’amministratore in un determinato settore. Cfr. ROSSI A., *Sub art. 2392 c.c.*, in *Commentario breve al diritto delle società*, diretto da Maffei Alberti, I, Padova, 2007, p. 730 ss. V. anche la Relazione di presentazione della riforma del 2003, § 6, III, ai sensi della quale l’obbligo di diligenza professionale “non significa che gli amministratori debbano necessariamente essere periti in contabilità, in materia finanziaria, e in ogni settore della gestione e dell’amministrazione dell’impresa sociale, ma significa che le loro scelte devono essere informate e meditate, basate sulle rispettive conoscenze e frutto di un rischio calcolato, e non di irresponsabile o negligente improvvisazione”.

Va da sé quindi, che, all'insorgere della crisi, il consigliere non esecutivo ha l'*obbligo* (e non più la mera possibilità *ex art.* 2381, comma 6, c.c.) di chiedere informazioni aggiuntive rispetto ai flussi periodici, ove questi siano valutati inadeguati alla luce della situazione concreta, non dovendosi invece limitare a “scaldare una poltrona in consiglio, quasi come un consulente esterno, munito di particolari competenze tecniche, erogabili a richiesta del presidente o degli altri membri dell'organo durante le riunioni collegiali” ⁽⁷⁹⁾.

Pertanto, in presenza di indicatori che rilevino un rischio di perdita delle prospettive di continuità aziendale, e in particolare, per quel che ora interessa, della continuità aziendale finanziaria più lieve o economico-reddituale, l'inadeguatezza dell'amministratore delegato nell'informarsi diligentemente e nell'informare (prima ancora che l'assemblea) gli altri membri del consiglio sarà senza dubbio rilevante al fine di valutare la responsabilità nella prevenzione della crisi dell'impresa (nella specie, dell'investimento). Ne consegue che in caso di condotta omissiva dell'amministratore delegato, la concreta conoscibilità di fattori indicativi del rischio di perdita della continuità aziendale mediante l'attivazione del potere informativo, in presenza di segnali inequivocabili, comporta l'obbligo degli amministratori non esecutivi e, in seconda battuta, dei sindaci di attivarsi in tal senso ⁽⁸⁰⁾,

⁷⁹ GALLETTI, *L'insorgere della crisi e il dover essere nel diritto societario; obblighi di comportamento degli organi sociali in caso di insolvenza*, in www.ilfallimentarista.it. Altrimenti, la riforma avrebbe come conseguenza l'attribuzione, ai deleganti, di un obbligo di agire informato meramente passivo (e a quel punto si tratterebbe però di un ossimoro). Nel senso, invece, che ai deleganti sarebbe stata attribuita una vigilanza passiva, v. ROSSI A., *Sub art. 2392 c.c.*, in *Commentario breve al diritto delle società*, cit., p. 806 ss., il quale parla addirittura di “convitati di pietra”.

⁸⁰ Va ricordato che anche lo *Schema di Disegno di Legge recante “Delega al Governo per la riforma organica delle discipline della crisi di impresa e dell'insolvenza”* presentato l'11 marzo 2016, all'art. 13 – (*Modifiche al codice civile*), comma 1, lett. b), auspica che “Nell'esercizio della delega il Governo apporterà al codice civile tutte le modifiche rese necessarie dall'attuazione dei principi e criteri direttivi della presente legge, in particolare prevedendo (...) il *dovere*

dell'imprenditore e degli organi sociali di istituire assetti organizzativi adeguati per la rilevazione tempestiva della crisi e della perdita della continuità aziendale, nonché di attivarsi per l'adozione tempestiva di uno degli strumenti previsti dall'ordinamento per il superamento della crisi ed il recupero della continuità aziendale".

Recentemente, poi, la Corte di Cassazione (Cass. Pen., Sez. V, 28 maggio 2013 n. 23000; Cass. Pen., Sez. V, 25 maggio 2009 n. 21581), con riferimento al profilo della responsabilità penale degli amministratori, ha avuto modo di occuparsi dell'art. 40, comma 2, c.p. (secondo cui "Non impedire un evento, che si ha l'obbligo giuridico di impedire, equivale a cagionarlo"), parametrando al dovere d'intervento ex art. 2392, comma 2, c.c., che assume dunque una funzione d'integrazione della norma penale: "In tema di reati fallimentari e societari, ai fini della affermazione della responsabilità penale degli amministratori senza delega e dei sindaci è necessaria la prova che gli stessi siano stati debitamente informati oppure che vi sia stata la presenza di segnali peculiari in relazione all'evento illecito, nonché l'accertamento del grado di anormalità di questi sintomi, giacché solo la prova della conoscenza del fatto illecito o della *concreta conoscibilità dello stesso mediante l'attivazione del potere informativo, in presenza di segnali inequivocabili, comporta l'obbligo giuridico degli amministratori non operativi e dei sindaci di intervenire* per impedire il verificarsi dell'evento illecito, mentre la mancata attivazione di detti soggetti, in presenza di tali circostanze, determina l'affermazione della penale responsabilità, avendo la loro omissione cagionato, o contribuito a cagionare, l'evento di danno".

Per un altro caso di responsabilità per *inadeguatezza degli assetti* degli amministratori deleganti, v. Trib. Trento, 25 gennaio 2010 (la vicenda del crac Aeroterminal Venezia s.p.a. citata da GALLETTI, *op. cit.*, ove viene sanzionata "la mancata attivazione in ordine all'inadeguatezza organizzativa, rispetto alla quale non potevano sopperire le qualità personali degli altri soggetti coinvolti nell'operazione né la presenza di un collegio sindacale ... il mancato rilievo dell'inadeguatezza strutturale della struttura organizzativa di ATV, pur nella sua natura di giudizio prognostico *ex ante* (...) indipendente dagli esiti (...) in relazione alla veste di soggetto indicato dall'investitore, la verifica di adeguatezza non costituiva un elemento ultroneo e rimesso al solo flusso informativo, ben potendosi effettuare detta valutazione sulla base del patrimonio informativo assunto in vista dell'investimento (...) assume sotto questo profilo rilievo consequenziale l'attività omissiva relativa alla mancata revoca delle deleghe".

Con riferimento invece all'obbligo di attivazione dei sindaci, cfr. CNDCEC, *Norme di comportamento del collegio sindacale – principi di comportamento del collegio sindacale di non quotate*, 2015, *Norma n. 3.1, "Caratteristiche e modalità dell'attività di vigilanza"*, p. 36 ss., disponibile su www.commercialisti.it, che recita: "Laddove l'attività di vigilanza dovesse evidenziare significativi rischi di possibili violazioni di legge o di statuto, di inesatta applicazione dei principi di corretta amministrazione, di inadeguatezza dell'assetto organizzativo o del sistema amministrativo-contabile, il collegio sindacale richiede all'organo amministrativo l'adozione di azioni correttive e ne monitora la realizzazione nel corso dell'incarico. Nel caso in cui le azioni correttive non vengano poste in essere, ovvero siano ritenute dal collegio non sufficienti, ovvero in casi di urgenza, di particolare gravità o di avvenuto riscontro di violazioni, il collegio adotta le iniziative previste dalla legge per la rimozione delle violazioni riscontrate". Sulla funzione di vigilanza del collegio

in caso contrario incorrendo nella relativa responsabilità, ove vi sia un danno causalmente connesso all'omissione. Peraltro, se è vero che il concetto di “*vigilanza*” del collegio sindacale è (equiparabile ma pur sempre) distinto dal concetto di “*controllo*”, evocando non un'attività d'ispezione analitica, diretta e dettagliata su ciascun atto di gestione, ma piuttosto una “funzione di sintetica e generale sorveglianza sulle aree, peraltro ampie ed articolate, oggetto dei poteri-doveri dell'organo di controllo” ⁽⁸¹⁾, ecco che l'importanza (stavolta sì) del vero e proprio “*controllo di merito*” sull'operato dei delegati da parte dei deleganti assume un'importanza fondamentale. L'amministratore non esecutivo ha infatti l'obbligo di attivare le necessarie fonti conoscitive richieste dalla legge, nonché di adottare tutte le iniziative necessarie (negli ovvi limiti di cui all'art. 2392, comma 1, c.c.) volte, in particolare, a prevenire la crisi, in ciò concretandosi, come si diceva in precedenza, l'obbligo di agire informati *ex art.* 2381, comma 6, c.c.

Al riguardo, la Suprema Corte, differenziando tra responsabilità penale e civile, ha infatti precisato che “un conto è che l'amministratore privo di delega rimanga indifferente dinanzi ad un «*segnale di allarme*» percepito come tale, in quanto decida di non tenere in considerazione

sindacale e il regime di responsabilità ad essa connessa, v. FONDAZIONE NAZIONALE DEI COMMERCIALISTI, *L'attuale regime di responsabilità degli amministratori non esecutivi e dei sindaci*, cit., p. 18 ss.

⁸¹ Così MONTALENTI, *Amministrazione e controllo nella società per azioni: riflessioni sistematiche e proposte di riforma*, in *Riv. Società*, 2013, p. 53 ss.; ID., *Sistemi di controllo interno e corporate governance: dalla tutela delle minoranze alla tutela della correttezza gestoria*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 2012, II, p. 253 ss.; BERTOLOTTI, *Società per azioni collegio sindacale, revisori, denuncia al tribunale*, Torino, 2015, p. 8 ss. Salvi, ovviamente, i casi in cui il controllo del collegio sindacale diviene diretto e riguarda cioè specifici atti di amministrazione: ad esempio, il caso previsto dall'art. 2386, ultimo comma, c.c., che impone al collegio, in caso di cessazione dell'amministratore unico o di tutti i membri del consiglio di amministrazione, di convocare d'urgenza l'assemblea per la nomina dei nuovi amministratori, attribuendo al collegio sindacale il potere di compiere nel frattempo gli atti di ordinaria amministrazione; la verifica, a campione e in modo sintetico, dell'effettivo funzionamento degli assetti organizzativi. Al riguardo, cfr. SQUAROTTI, *Le funzioni del collegio sindacale*, in *Giur. it.*, a cura di Cottino e Montalenti, 2013, p. 2188 ss.

alcuna l'interesse dei creditori o il destino stesso della società" (circostanza per la quale l'amministratore potrebbe essere chiamato a rispondere anche in sede penale); "ben altra cosa è che egli continui a riconoscere fiducia, per quanto mal riposta, verso le capacità gestionali di altri, ovvero che *per colpevole* – ma non dolosa – *superficialità venga meno agli obblighi di controllo su di lui effettivamente gravanti, accontentandosi di informazioni insufficienti* su un'operazione che gli viene sottoposta per l'approvazione senza che egli si renda conto delle conseguenze che ne potrebbero derivare" ⁽⁸²⁾ (potendo invece ravvisare in questo caso una responsabilità solo di tipo civile, ricorrendo i meno gravi presupposti del paradigma colpa-negligenza).

La rinnovata funzione dei consiglieri non esecutivi in termini essenzialmente "valutativi", di monitoraggio e di supervisione sull'operato dei delegati, comporta quindi la creazione un sistema di controllo sulla gestione, in parte interno al consiglio di amministrazione e affidato in generale agli amministratori non esecutivi e, in parte, esterno all'organo gestorio, spettante al collegio sindacale ⁽⁸³⁾.

La circostanza poi che il comma 6° dell'art. 2381 c.c. riconosca a ciascun componente dell'organo gestorio il potere-dovere di chiedere informazioni, chiarendo al contempo che tali richieste debbano essere indirizzate agli "organi delegati" affinché questi ne riferiscano "in consiglio", non pare peraltro costituire una limitazione particolare all'accesso alle informazioni per i consiglieri non esecutivi, ma sembra al contrario imporre che le informazioni, una volta acquisite dal singolo consigliere, siano poi rese disponibili a tutti gli altri componenti

⁸² Cfr. Cass. Pen., Sez. V, 28 maggio 2013 n. 23000, cit.; Cass. Pen., Sez. V, 2 novembre 2012 n. 42519.

⁸³ REGOLI, *Gli amministratori indipendenti: alcune condizioni per un più efficace funzionamento di questo strumento di governance nel sistema dei controlli sulla gestione*, in *Dialogo sul sistema dei controlli nelle società*, a cura di Abbadessa, Torino, 2015, p. 54 ss.

dell'organo al fine di evitare asimmetrie informative e disparità di trattamento tra gli amministratori ⁽⁸⁴⁾. Ovviamente, la figura su cui grava l'obbligo di stimolare un appropriato flusso informativo dai delegati verso i deleganti e, in particolare, di curare (con congruo anticipo) l'adeguatezza qualitativa e quantitativa dell'informazione circa i punti iscritti all'ordine del giorno delle riunioni consiliari, è il presidente dell'organo, al quale la riforma ha assegnato un ruolo di fondamentale importanza nella circolazione endoconsiliare dell'informazione ⁽⁸⁵⁾.

Si può dunque notare, in conclusione, che il profilo informativo endoconsiliare ha acquisito un ruolo fondamentale nell'ambito della regolamentazione dei rapporti tra i consiglieri non esecutivi e i delegati, poiché un'appropriata ed esauriente circolazione delle

⁸⁴ Cfr. BARACHINI, *Sub art. 2381 c.c.*, in *Commentario del codice civile*, cit., p. 111 ss.; LIBONATI, *Noterelle a margine dei nuovi sistemi di amministrazione della società per azioni*, in *Riv. Società*, 2008, p. 304 ss. Sempre esclusa, secondo la dottrina prevalente e la giurisprudenza di legittimità (Cass. Pen., V Sez., 4 maggio-19 giugno 2007, n. 23838, cit.), la possibilità che i singoli amministratori deleganti procedano ad atti di ispezione e controllo presso le strutture aziendali (essendo questi poteri riservati al *consiglio*), a differenza dei poteri individuali attribuiti ai sindaci, i quali invece "possono in qualsiasi momento procedere, anche individualmente, ad atti di ispezione e controllo" (art. 2403-bis, comma 1, c.c.): cfr. ABBADESSA, *Profili topici della nuova disciplina della delega amministrativa*, cit., p. 506 ss.; ANGELICI, *Diligentia quam in ius e business judgement rule*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, p. 675 ss.; SACCHI, *Amministratori deleganti e dovere di agire in modo informato*, in *Giur. comm.*, 2008, II, p. 386, per il quale (v. nt. 29), la *ratio* della suddetta differenza di poteri individuali tra sindaci e amministratori deleganti "potrebbe forse trovare spiegazione nella circostanza per cui la richiesta di informazioni e di documenti direttamente rivolta alle strutture aziendali produce un effetto di disturbo sul funzionamento della catena di comando dell'impresa societaria, che è probabilmente superiore ove proveniente dal consigliere delegante"; ZANARDO, *La ripartizione delle competenze in materia degli assetti organizzativi in seno al consiglio di amministrazione*, in *Assetti adeguati e modelli organizzativi nella corporate governance delle società di capitali*, diretto da Irrera, Torino, 2016, p. 269 ss. *Contra*, SALAFIA, *Amministratori senza deleghe*, cit.

⁸⁵ In tema, v. MONTALENTI, *Gli obblighi di vigilanza*, cit.; DE NICOLA, *Sub art. 2381*, cit., p. 114 ss.; SACCHI, *Amministratori deleganti*, cit., p. 381 ss. Sulla valorizzazione del ruolo del presidente nella sollecitazione d'informazioni agli organi delegati, v. altresì COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, *Codice di autodisciplina*, luglio 2015, § 1.C.6, reperibile su <http://www.borsaitaliana.it>.

informazioni costituisce una condizione indispensabile per prevenire non solo comportamenti scorretti, ma anche l'insorgere della crisi e, di conseguenza, rappresenta uno strumento fondamentale per la ricostruzione delle responsabilità: infatti, a parere di chi scrive, in caso di violazione del dovere di agire informato di gravità tale da poter essere considerata irrazionale, non dovrebbe applicarsi la *business judgement rule* tanto agli organi delegati quanto agli amministratori deleganti ⁽⁸⁶⁾.

5. (Segue) I rapporti extraconsiliari. In particolare, il potere di *voice* dei soci sulle questioni fondamentali.

Posto dunque che la responsabilità dell'amministratore per non aver percepito tempestivamente la crisi dell'impresa si riconnette necessariamente con l'art. 2381 c.c., poiché, evidentemente, solo un'amministrazione societaria "adeguatamente" organizzata può cogliere prontamente i segnali di una crisi, e che l'adeguatezza degli

⁸⁶ Non incontrando dunque l'organo giudicante i limiti derivanti da tale *rule* e potendo invece sindacare nel merito l'osservanza da parte degli amministratori del dovere di agire informato, di valutazione e di adeguatezza degli assetti. In questo senso, con riferimento tuttavia ai soli amministratori delegati, VICARI, *I doveri degli organi sociali e dei revisori in situazioni di crisi di impresa*, in *Giur. comm.*, 2013, p. 128 ss., p. 140, secondo cui "ogniqualevolta ci si trovi [...] in presenza di un effettivo processo di *directorial decisionmaking* effettuato su basi informate e razionali, la *business judgement rule* dovrebbe trovare applicazione". Nel senso invece che tale regola non andrebbe *in toto* applicata all'obbligo di valutazione degli assetti, essendo questo un dovere specifico che già circoscrive in modo netto la discrezionalità degli amministratori, ANGELICI, *Diligentia quam in suis*, cit., p. 675 ss.; MOZZARELLI, *Appunti in tema di rischi organizzativi e procedimentalizzazione dell'attività imprenditoriale*, in AA.VV., *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*, Torino, 2010, p. 739 ss. Nel senso che gli amministratori sono obbligati, in caso di crisi, a procurarsi documenti e dati utili a conoscere la patologia che affligge la società, in particolare procedendo alla redazione, se necessario, di un bilancio infrannuale, BORK, *Pflichten der Geschäftsführung*, in *Krise und Sanierung*, in ZIP, 2011, p. 101 ss., secondo il quale tali documenti dovrebbero avere perfino una cadenza mensile.

assetti è a sua volta strettamente collegata con l'adeguatezza dell'informazione intra consiliare, è poi essenziale che tale principio riceva una corretta applicazione anche nei rapporti tra il consiglio di amministrazione e gli altri organi societari: l'adeguatezza degli assetti societari, in altri termini, presuppone il mantenimento di un (altrettanto) adeguato flusso informativo tra tutti gli organi, giacché "l'informativa endo-societaria – rispetto agli assetti – ha la funzione di lubrificare gli ingranaggi costituiti dagli organi sociali e dalle funzioni aziendali" ⁽⁸⁷⁾.

Di primaria rilevanza, infatti, è il dovere degli amministratori di riferire al collegio sindacale notizie relative all'"andamento delle operazioni sociali o su determinati affari", di cui all'art. 2403-*bis*, comma 2, c.c., che sembrerebbe configurarsi in termini anche più ampi di quelli contemplati dall'art. 2381 c.c. ⁽⁸⁸⁾, potendo i sindaci non solo chiedere in qualsiasi momento tali informazioni (cfr. il citato comma 2) ma anche procedere individualmente ad atti d'ispezione e controllo (cfr. il comma 1 dell'art. 2403-*bis* c.c.), attività invece preclusa agli amministratori deleganti nei confronti dei delegati.

Altrettanto pregnanti risultano poi gli obblighi informativi a carico degli amministratori nei confronti del revisore (o della società di revisione) ⁽⁸⁹⁾, giacché sia l'art. 14, comma 6, del d.lgs. n. 39/2010 sia

⁸⁷ IRRERA, *Gli obblighi degli amministratori*, cit., p. 24, il quale individua diverse tipologie di flussi informativi: conoscitiva-informativa, conoscitiva-partecipativa, attuativa di direttive, consultiva, cd. di *assurance* (cioè quando una funzione/organo indipendente fornisce ad un'altra indicazioni sul conseguimento di alcuni degli obiettivi aziendali di governo prestabiliti).

⁸⁸ Cfr. in questo senso MAGNANI, in AA.VV., *Collegio sindacale. Controllo contabile. Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti – Bianchi – Ghezzi – Notari, Milano, 2005, p. 220 ss.

⁸⁹ Il Principio ISA n. 570 ("*Going concern*"), rivolto principalmente ai revisori, impone ai medesimi la *valutazione della valutazione del management* sulla capacità dell'impresa di operare come un'entità in funzionamento (Cfr. ISA 570, parr. A7, A8 e A9 (*Evaluating Management's Assessment of the entity's ability to continue as a going concern*), con ciò richiamando l'espressione di cui all'art. 2381 c.c.: "*the objectives of the auditor are (a) to obtain sufficient appropriate audit evidence regarding the*

l'art. 2409-ter, ultimo comma, c.c., pongono a carico dei primi un pressoché identico dovere di fornire documenti e notizie utili al revisore, il quale, al pari del sindaco, può procedere ad accertamenti, controlli ed ispezioni. D'altro canto, il Principio ISA 260 (*"Communication with Those Charged with Governance"*) impone al revisore specifici obblighi d'informazione nei confronti dei "responsabili delle attività di *governance*" e della "direzione" (ovvero gli amministratori) nel caso in cui abbia riscontrato delle carenze nel controllo interno durante il corso della revisione contabile ⁽⁹⁰⁾.

Nel caso poi in cui l'esame della situazione societaria porti al sorgere di "*significant doubts*" in merito all'esistenza della continuità aziendale, il revisore deve esaminare e valutare i piani d'azione futuri degli amministratori (ovvero, nella traduzione dell'ISA Italia, della "direzione"), ottenere elementi probatori sufficienti ed appropriati che confermino la fattibilità dei suddetti piani, nonché richiedere alla direzione delle attestazioni scritte relative ai piani di azione futuri. In presenza di tali "dubbi significativi", poi, il par. 23 del Principio ISA 570 pone a carico del revisore specifici *obblighi di comunicazione* nei confronti degli amministratori: "*unless all those charged with*

appropriateness of management's use of the going concern assumption in the preparation of the financial statements; (b) to conclude, based on the audit evidence obtained, whether a material uncertainty exists related to events or conditions that may cast significant doubt on the entity's ability to continue as a going concern; and (c) to determine the implications for the auditor's report" (Cfr. ISA 570, par. 9 - *Objectives*). Inoltre, il revisore deve verificare, nel corso dell'esercizio, "la corretta rilevazione dei fatti di gestione nelle scritture contabili" (art. 14, comma 1, lett. b, d.lgs. n. 39/2010), concretandosi dunque tale compito in una verifica costante della sussistenza dei presupposti della continuità aziendale (cfr. ISA 570, parr. 10 e 15). In tema, v. FORTUNATO, *Intervento al Convegno Le soluzioni concordate della crisi di impresa*, Torino, 8-9 aprile 2011, in *Le soluzioni concordate della crisi di impresa*. Atti del Convegno (Torino, 8-9 aprile 2011), a cura di Jorio, Milano, 2012, p. 176 ss.

In tema, v. MAGGIOLINO, in AA.VV., *Collegio sindacale. Controllo contabile, Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti – Bianchi – Ghezzi – Notari, Milano, 2005, p. 393 ss.

⁹⁰ Cfr. il Principio ISA n. 260 (*"Communication with Those Charged with Governance"*), par. 5 – *Objectives*.

governance are involved in managing the entity, the auditor shall communicate with those charged with governance events or conditions identified that may cast significant doubt on the entity's ability to continue as a going concern. Such communication with those charged with governance shall include the following: (a) Whether the events or conditions constitute a material uncertainty; (b) Whether the use of the going concern assumption is appropriate in the preparation of the financial statements; and (c) The adequacy of related disclosures in the financial statements” ⁽⁹¹⁾.

Con riferimento poi ai rapporti tra i “controllori” delle società, ossia il collegio sindacale e il soggetto incaricato della revisione legale dei conti, l'importanza dell'informativa reciproca è riconosciuta espressamente dall'art. 2409-septies c.c., il quale, riproducendo sostanzialmente l'art. 150, comma 2, T.U.F., sancisce l'obbligo, a carico di entrambi gli organi, di scambiarsi tempestivamente le informazioni rilevanti per l'espletamento dei rispettivi compiti. In particolare, nell'ottica della prevenzione e dell'emersione della crisi, e dunque della rilevazione tempestiva dei segnali che possano far emergere significativi dubbi sulla capacità dell'impresa di operare come un'entità in funzionamento in un prevedibile futuro, risultano poi

⁹¹ Cfr. Principio ISA 570, par. 23 “*Communication with Those Charged with Governance*”. Com'è stato notato (GALLETTI, *op. cit.*), infatti, essendo il Documento n. 570 diretto ai revisori, esso è stato elaborato presupponendo una “tipica situazione di asimmetria informativa”: il revisore non ha conoscenza diretta dei fatti di gestione, ma deve acquisirla tramite l'organo amministrativo e pertanto deve trarre i “*significant doubts*” da elementi obiettivi agevolmente percepibili. “Per gli amministratori, invece, che sono direttamente a conoscenza dei fatti rilevanti, e quindi sono in grado di valutare direttamente i presupposti a base dell'elaborazione dei piani strategici, nonché di accedere tramite gli strumenti di *reporting* all'andamento dell'implementazione dei piani, il fuoco della riflessione (e dell'attenzione) non è dato dagli ‘indicatori’, bensì dalla stessa *fattibilità dei piani*”. Va notato, infine, che il revisore non ha l'obbligo di adottare specifiche iniziative volte a contrastare la crisi, bensì soltanto di trasmettere le notizie rilevanti apprese nel corso della revisione ad amministratori e sindaci affinché questi possano porre in essere le opportune iniziative. Lo rileva anche VICARI, *I doveri degli organi sociali*, cit., p. 145.

particolarmente “proficui, a tal fine, gli scambi di informazioni con il soggetto incaricato della revisione legale ai fini delle valutazioni in tema di continuità aziendale”, come specifica espressamente la Norma 1.1. delle *Nuove norme di comportamento del collegio sindacale*, infatti, “è di tutta evidenza che l’organo incaricato della revisione legale può rappresentare un importante interlocutore del collegio sindacale per l’individuazione di indicatori della crisi, in quanto tenuto a verificare la sussistenza del presupposto della continuità aziendale della società soggetta a revisione legale”. Così com’è importante lo speculare obbligo, a carico del revisore, di tempestiva informazione al collegio circa le anomalie riscontrate nel corso della revisione al fine di consentire al collegio sindacale di attivare eventualmente il potere di denuncia al tribunale ai sensi dell’art. 2409 c.c. ⁽⁹²⁾.

Si può dunque notare che, oltre alla normativa internazionale e nazionale di settore, il nostro codice civile riconosce espressamente l’importanza dei flussi informativi reciproci tra organo amministrativo, di controllo e di revisione, specialmente quando si tratta di prevenzione ed emersione della crisi.

Viceversa, come notato in precedenza (par. 2 di questo Capitolo), gli unici obblighi informativi verso l’organo rappresentativo dei proprietari della società (ovvero l’assemblea) che la disciplina codicistica generale detta espressamente sono, da un lato, quelli contenuti nel già descritto meccanismo di cui agli artt. 2446-2447 c.c. a carico degli amministratori e, dall’altro, quello *ex art.* 2406 c.c. a carico del collegio sindacale in caso di omissioni degli amministratori: obblighi informativi, cioè, che trovano la loro fonte esclusivamente in situazioni di estrema gravità ⁽⁹³⁾.

⁹² E v. ancora il Principio ISA n. 260.

⁹³ Non potendo invece definirsi incisive al riguardo le modifiche apportate dal d.lgs. n. 91/2012 al codice civile, ad esempio all’art. 2369 c.c. in materia di convocazione unica dell’assemblea, poiché riguardanti esclusivamente le società

È solo nella normativa di settore che si trovano riferimenti alla necessità del rispetto del principio di adeguatezza dell'informazione anche per i soci. Si tratta, in ogni caso, d'interventi normativi adottati (non su iniziativa del legislatore italiano ma) sulla spinta dell'ordinamento dell'Unione europea, che negli ultimi anni ha posto in essere molte iniziative dirette a modernizzare e migliorare il sistema di *governance* delle società europee, con particolare riferimento ai diritti degli azionisti nelle società quotate: la Commissione, infatti, sulla convinzione che la partecipazione attiva dei soci costituisca un requisito essenziale per un governo societario efficiente ⁽⁹⁴⁾, ritiene che una delle principali aree d'intervento al fine di modernizzare il sistema di *governance* delle società sia proprio il riconoscimento effettivo dei diritti degli azionisti, giacché “un impegno efficace e sostenibile degli azionisti costituisce uno dei fondamenti del modello di governo societario delle società quotate, basato tra l'altro su *controlli ed equilibri tra i vari organi* e le varie parti interessate. Se, ad esempio, la maggior parte degli azionisti rimane passiva, non cerca di interagire

quotate. Per una critica al meccanismo di cui agli artt. 2446 e 2447 c.c., v. *supra*, par. 1 e 2 di questo Capitolo.

⁹⁴ E v. COMMISSIONE EUROPEA, *Libro verde. Il governo societario negli istituti finanziari e le politiche di remunerazione*, 2 giugno 2010, COM(2010), 284 definitivo; EAD., *Libro verde. Il quadro dell'Unione europea in materia di governo societario*, 5 aprile 2011, COM(2011), 164 definitivo, ai quali è seguita dapprima la consultazione sul futuro del diritto societario europeo, 20 febbraio - 14 maggio 2012, disponibile su ec.europa.eu. (al riguardo, v. CONSOB, *Le linee di azione della Commissione europea in materia di corporate governance e i riflessi sull'ordinamento italiano*, Quaderno giuridico n. 3, a cura di Alvaro e Lupini, aprile 2013, reperibile al link www.consob.it), successivamente un *Action Plan* riguardante le iniziative della Commissione da intraprendere negli anni 2013-2014 per modernizzare il diritto societario: cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Piano d'azione: diritto europeo delle società e governo societario – una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili*, 12 dicembre 2012, COM (2012), 740 definitivo; ed infine una discussione informale tra i servizi della Commissione con l'obiettivo di aumentare il coinvolgimento nel lungo periodo degli azionisti e di un certo numero di *stakeholders* (come *asset owners*, *asset managers*, emittenti, *proxy advisors*, consulenti, autorità pubbliche e dipendenti): cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Summary of the Informal Discussions Concerning the Initiative on Shareholder Engagement* (march 2013), 17 aprile 2013, disponibile su ec.europa.eu.

con la società e non vota, il funzionamento dell'attuale sistema di governo societario è meno efficiente" ⁽⁹⁵⁾.

In risposta alle sollecitazioni del quadro normativo europeo, dapprima attraverso il d. lgs. 27 gennaio 2010 n. 27, emanato in recepimento della Direttiva 2007/36/CE (cd. *Shareholders' Rights Directive*), è stata introdotta, all'art. 83-sexies del Testo Unico della Finanza, la c.d. *record date*, che ha incentivato la presenza in assemblea sia degli investitori istituzionali, soprattutto stranieri ⁽⁹⁶⁾, sia dei piccoli azionisti, essendo venuto meno il previgente "blocco" della partecipazione causato dall'obbligo di preventivo deposito delle azioni fino alla data dell'assemblea che ne impediva la libera disposizione ⁽⁹⁷⁾.

Poco dopo, il d.lgs. 18 giugno 2012 n. 91, ha apportato modifiche e integrazioni al d.lgs. 27 gennaio 2010 n. 27 e dunque agli artt. 125-bis ss. del T.U.F., implementando i *shareholders' rights* di società con azioni quotate, con la finalità di rafforzare la trasparenza e l'informazione dei soci, a tutela anche degli azionisti di minoranza, facilitando la partecipazione all'assemblea mediante procura o con l'ausilio di mezzi di telecomunicazione. In particolare, l'art. 126-bis, rubricato "Integrazione dell'ordine del giorno dell'assemblea e presentazione di nuove proposte di delibera", consente oggi ai soci che, anche congiuntamente, rappresentino almeno un quarantesimo del capitale sociale, di chiedere, con una relazione motivata e anche per corrispondenza o in via elettronica, entro dieci giorni dalla pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea (ovvero entro cinque giorni nel caso di convocazione ai sensi dell'articolo 125-

⁹⁵ V. COMMISSIONE EUROPEA, *Piano d'azione*, cit.

⁹⁶ Cfr. CONSOB, *Rapporto 2013 sulla corporate governance delle società quotate italiane* (Est. LINCiano – CIAVARELLA – NOVEMBRE – SIGNORETTI), 18 novembre 2013, p. 20 ss.; ASSONIME, *Le assemblee delle società quotate*, cit.

⁹⁷ V. ASSONIME, *La corporate governance in Italia: autodisciplina e operazioni con parti correlate*, anno 2011, reperibile su www.eticanews.it.

bis, comma 3 o dell'articolo 104, comma 2), l'integrazione dell'elenco delle materie da trattare, indicando nella domanda gli ulteriori argomenti da essi proposti ovvero presentare proposte di deliberazione su materie già all'ordine del giorno. La citata norma dunque, risponde all'esigenza di garantire la massima informazione preassembleare, garantendo ai soci il diritto di partecipare all'assemblea in modo informato, non ponendo nemmeno limiti sugli argomenti di cui i medesimi possono proporre l'integrazione ⁽⁹⁸⁾. Sempre nell'ottica di consentire un corretto e trasparente svolgimento dell'adunanza, un'altra rilevante modifica concerne il diritto di porre domande prima dell'assemblea, che oggi l'art. 127-ter T.U.F. attribuisce non solo ai soci, ma a tutti coloro che siano titolari del diritto di voto. Ai sensi dell'art. 127-ter, ultimo comma, T.U.F., l'obbligo informativo s'intende assolto dalla società in caso di risposta in formato cartaceo messa a disposizione di ciascuno degli aventi diritto al voto all'inizio dell'adunanza ⁽⁹⁹⁾.

Ancora, in ossequio al 10° considerando della Direttiva 2007/36/CE (ai sensi del quale “il buon governo societario richiede procedure agevoli ed efficienti per l'esercizio del voto per delega. Le limitazioni e i vincoli esistenti che rendono il voto per delega difficile e oneroso dovrebbero pertanto essere eliminati”), è stato implementato, modificando l'art. 135-novies, l'istituto delle deleghe, quale ulteriore

⁹⁸ V. Relazione al d.lgs. n. 91/2012, art. 3, comma 6. Per limiti e problemi della disposizione ora citata, v. COMITATO TRIVENETO DEI NOTAI, Massima H.N.1 – (*Limiti al diritto di integrazione dell'ordine del giorno ex art. 125-ter t.u.f., in relazione ai termini di convocazione dell'assemblea* – 1° pubbl. 9/11 - motivato 9/11); ASSONIME, *Le assemblee delle società quotate: il d.lgs. n. 27 del 27 gennaio 2010, le prime esperienze applicative nel 2011 e il decreto correttivo del 2012 (d.lgs. n. 91 del 18 giugno 2012)*, Note e Studi n. 14/2012, reperibile su www.assonime.it, ove si rileva come le più rilevanti modifiche apportate dal legislatore fossero già state efficacemente anticipate dalla prassi operativa. In tema, prima della modifica in discorso v. MONTALENTI, *La Direttiva azionisti e l'informazione preassembleare*, in *Giur. comm.*, 2011, I, p. 688 ss.

⁹⁹ Prima della modifica normativa, v. BUSANI, *Il diritto di porre domande prima dell'assemblea e l'obbligo della società di rispondere*, in *Società*, 2011, p. 431 ss.

strumento per facilitare l'espressione del diritto di voto, consentendo, tra l'altro, la possibilità di conferire la delega mediante un documento informatico sottoscritto in forma elettronica, ai sensi dell'art. 21, comma 2, d.lgs. 7 marzo 2005, n. 82 (Codice dell'amministrazione digitale), che conferisce a tale documento l'efficacia della scrittura privata ai sensi dell'art. 2702 c.c. Inoltre, allo scopo di agevolare la partecipazione assembleare e l'esercizio del diritto di voto da parte degli investitori istituzionali italiani ed esteri, in conformità alla prassi internazionale, è stato previsto che le Sgr, le Sicav, le società di gestione armonizzate, nonché i soggetti extracomunitari che svolgono attività di gestione collettiva del risparmio possano conferire la rappresentanza per più assemblee, in deroga all'art. 2372, comma 2, c.c. ⁽¹⁰⁰⁾, inoltre escludendo che il rappresentante "delegato" possa discostarsi dalle istruzioni ricevute, in espressa disapplicazione dell'art. 1711, comma 2, c.c. (cfr. art. 135-*decies*, comma 1, T.U.F.).

Già prima delle modifiche legislative ora descritte, per il vero, le Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle Banche emanate dalla Banca d'Italia il 4 marzo 2008 fissava, tra i principali obiettivi della "*better regulation*", "nella prospettiva di rafforzare gli standard minimi di organizzazione e governo societario di tutti gli intermediari, [...] la chiara distinzione dei ruoli e delle responsabilità, l'appropriato bilanciamento dei poteri, l'equilibrata composizione degli organi, l'efficacia dei controlli, il presidio di tutti i rischi aziendali, l'adeguatezza dei flussi informativi" ⁽¹⁰¹⁾, giacché "la circolazione di informazioni tra gli organi sociali e all'interno degli stessi rappresenta una *condizione imprescindibile*

¹⁰⁰ Cfr. ASSOGESTIONI, *Risposta alla consultazione su un documento illustrativo di alcune misure integrative e correttive del decreto legislativo 27 gennaio 2010, n. 27 di attuazione della direttiva 2007/36/CE relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate*, 2 marzo 2012, reperibile su <http://www.assogestioni.it>.

¹⁰¹ Cfr. BANCA D'ITALIA, *Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle Banche*, 4 marzo 2008, *Premesse*, art. 2.

affinché siano effettivamente realizzati gli obiettivi di *efficienza della gestione* ed efficacia dei controlli” (102).

Anche il codice di autodisciplina delle società quotate sottolineava già nel 1999 l'importanza dell'impegno, da parte dell'organo amministrativo, di adoperarsi attivamente per instaurare un dialogo continuativo con gli azionisti e gli investitori istituzionali, provvedendo anche all'identificazione di un responsabile e, se del caso, alla costituzione di una struttura aziendale incaricata di questa funzione: “infatti, una corretta, completa e continua comunicazione con i soci costituisce elemento apprezzato da parte degli investitori attuali e prospettici”, a tal fine rappresentando sempre l'assemblea degli azionisti un'importante opportunità di dialogo proficuo, nonostante l'ampia diversificazione (anche telematica) della modalità di comunicazione con i soci (103).

Con riferimento poi alla normativa statunitense, si pongono in senso quasi identico i recenti *Commonsense Principles of Corporate Governance* (104), i quali, nell'illustrare alcune regole di *best practice* volte a promuovere un efficiente sistema di *governance* delle società quotate statunitensi, pure sottolineano l'importanza dell'instaurazione, da parte degli amministratori, di un dialogo continuativo con gli azionisti: sia fornendo informazione ai soci sugli obiettivi strategici di lungo termine della società, sia tramite, ad esempio, la designazione di un responsabile per la gestione dei rapporti con gli azionisti che fornisca informazioni in materia di *governance* e su argomenti di loro

¹⁰² Cfr. BANCA D'ITALIA, *Disposizioni di vigilanza*, cit., 5. *Flussi informativi – Principi generali*.

¹⁰³ V. COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE DELLE SOCIETÀ QUOTATE, *Codice di Autodisciplina*, 1999, Par. 11 – *Rapporti con gli investitori istituzionali e con gli altri soci*, p. 46 ss. e Par. 12 – *Assemblee*, reperibile su <http://www.ecgi.org>.

¹⁰⁴ Elaborati il 21 luglio 2016 da un gruppo di *managers* di importanti società statunitensi, disponibili su www.governanceprinciples.org. Al riguardo, v. “*Commonsense Principles of Corporate Governance*” negli Stati Uniti, in *Riv. Soc.*, 2016, V, *Notizie*, p. 967 ss., a cura di Borselli.

particolare interesse (come la remunerazione dell'amministratore delegato): il tutto allo scopo di *creare valore* per gli azionisti nel lungo periodo ⁽¹⁰⁵⁾.

La presa di coscienza che il mantenimento di adeguati flussi informativi nei confronti dei soci sia indispensabile ai fini di una gestione efficiente dell'impresa ⁽¹⁰⁶⁾, dunque, assume oggi un'importanza centrale nel dibattito sulle moderne regole di diritto societario e sulle buone pratiche di *governance*, adombrandosi invece sempre più l'idea che, soprattutto nel dibattito nordamericano (ma non solo) degli anni passati, tentava di ostentare l'efficienza della *directors' primacy* ⁽¹⁰⁷⁾.

¹⁰⁵ Uno dei *Principles* afferma infatti che “*Effective governance requires constructive engagement between a company and its shareholders. So the company's institutional investors making decisions on proxy issues important to long-term value creation should have access to the company, its management and, in some circumstances, the board; similarly, a company, its management and board should have access to institutional investors' ultimate decision makers on those issues*”.

¹⁰⁶ Sull'informazione quale presupposto indispensabile per una gestione razionale ed efficiente dell'impresa, v. NIGRO, *Imprese commerciali e imprese soggette a registrazione*, d) *Le scritture contabili*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, 15, II, Torino, p. 746 ss.

¹⁰⁷ Ritenendo al contrario che il coinvolgimento dell'assemblea, organo in pratica da considerarsi formato da soggetti egoisti e irresponsabili, sia del tutto inutile in quanto d'intralcio alle esigenze di celerità nella gestione societaria. Con riferimento agli autori statunitensi, v. in particolare la posizione *pro directors' primacy* di BAINBRIDGE, *Preserving Director Primacy by Managing Shareholder Interventions*, in *Research Handbook on Shareholder Power and Activism*, 2013, *UCLA School of Law, Law-Econ. Research Paper No. 13-09*; ROCK, *Adapting to the New Shareholder-Centric Reality*, cit. Ancor prima, v. il dibattito, spesso identificato come precursore delle più moderne contrapposizioni tra *shareholders* e *directors' primacy*, tra BERLE, *Corporate Powers As Power In Trust*, in *Harv. L. Rev.*, 1931 (*pro shareholders' primacy*) e DODD, *For Whom Are Corporate Managers Trustees?*, in *Harvard Law Review*, 1932 (*pro directors' primacy*) e la replica di BERLE, *For Whom Corporate Managers Are Trustees: a note*, in *Harv. L. Rev.*, 1932. Nella dottrina italiana, invece, v. la posizione scettica, verso il coinvolgimento degli azionisti, di IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati*, cit., p. 10 ss.; cfr. anche D'ALESSANDRO, *Un nuovo ruolo per l'assemblea nella società per azioni*, in ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Verso un nuovo diritto societario – Contributi per un dibattito*, a cura di Benazzo – Ghezzi – Patriarca, Bologna, 2002, p. 153 ss., ove riporta i giudizi negativi espressi al riguardo da molti autorevoli Autori (tra cui P. Marchetti e G. Rossi), nonché ID., *Rapporti tra assemblea ed amministratori nella riforma*

È perciò del tutto corretto affermare che gli amministratori non devono agire in totale isolamento, potendo il *board insulation* essere molto rischioso per il valore e la redditività dell'impresa; gli amministratori, invece, nel rispetto del *dovere di agire informati* – che come visto, è suscettibile di trovare applicazione anche nei rapporti extra-consiliari – nonché del principio di *buona fede* e *parità di trattamento* dei soci, devono svolgere una “preziosa funzione di raccordo tra la polarizzazione in senso manageriale dell'impresa azionaria e la funzione di garanzia per il rispetto delle posizioni d'interesse dei soci, quali destinatari ultimi dei risultati gestionali, che pare imprescindibile per un più coerente equilibrio del sistema” ⁽¹⁰⁸⁾; tenuto oltretutto conto della circostanza che proprio *i soci*, in quanto *proprietari dell'impresa*, *contribuiscono* con il loro *investimento*, almeno in parte, alla *creazione del valore* della società e che proprio la crisi dell'investimento, di cui ora si discorre, è capace di toccare sensibilmente la propria posizione.

Si noti, tra l'altro, che i cd. *moral hazards*, di cui oggi si discorre tanto con riferimento (solo) ai comportamenti scorretti dei soci, possono ben essere commessi non solo da questi ultimi, ma anche da amministratori lasciati eccessivamente “liberi”, giacché proprio in queste ipotesi si verificano più frequentemente abusi a danno della società: ad esempio, margini fraudolenti sulle forniture alla società; remunerazioni eccessive o *performance-based compensations* insuscettibili, tuttavia, di restituzione alla società qualora la stessa

societaria, in *Le società per azioni oggi: tradizione, attualità, prospettive*. Atti del convegno internazionale di studi, Venezia, 10-11 novembre 2006, Milano, 2007, p. 724 ss.; ABBADESSA, *L'assemblea: competenza*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo – Portale, Vol. III, Torino, 1994, p. 31 ss.

¹⁰⁸ ABRIANI, *Identificazione degli azionisti, convocazione e informativa preassembleare*, in *I diritti degli azionisti di società quotate e le nuove regole assembleari: la Direttiva 2007/36/CE e il D. Lgs. 27 gennaio 2010, n. 27*. Atti del Convegno della Fondazione Italiana per il Notariato (Milano, 15 ottobre 2010), Milano, 2011, reperibile su elibrary.fondazione-notariato.it.

entri in crisi poco dopo (premi che dunque si rilevano connessi a performance apparenti e assolutamente momentanee), maggiore negligenza nell'incarico; tendenza al cd. *empire building* senza che la “costruzione dell'impero” sia effettivamente sorretta da ragionevoli prospettive di crescita (giacché i *managers* di una grossa società hanno prospettive di remunerazione più alte rispetto a quelli di una piccola società) ⁽¹⁰⁹⁾: in sostanza, il *board insulation* può permettere ai *managers* di accrescere i propri benefici personali al di fuori del controllo dei soci, con ciò sottraendo valore all'impresa e dunque, in ultima istanza, anche ai creditori ⁽¹¹⁰⁾.

Sembra dunque corretto affermare che gli amministratori debbano rendere informazioni a *tutti* gli azionisti, oltre che in assemblea, anche al di fuori di essa, ad esempio sul sito Internet della società (oltre che, s'intende, su un piano rigorosamente paritario, senza privilegi o asimmetrie informative), anche in funzione di una *più accentuata trasparenza* riguardo alle scelte più delicate delle politiche aziendali, ferma restando, con particolare riferimento alle società quotate, l'esigenza di riservatezza e di non divulgazione a terzi d'informazioni privilegiate non ancora pubbliche riguardo eventi o circostanze (non ancora verificati ma) che ragionevolmente verranno a esistenza, onde non pregiudicare il corretto funzionamento del mercato (cfr. artt. 114 e 181 T.U.F.) ⁽¹¹¹⁾.

¹⁰⁹ V. al riguardo BEBCHUK – COHEN – SPAMANN, *The Wages of Failure: Executive Compensation at Bear Stearns and Lehman 2000-2008*, in *Yale Journal on Regulation*, Vol. 27, 2010, p. 257 ss., che sottolineano infatti come premi eccessivamente alti possano indurre gli amministratori a intraprendere operazioni molto rischiose. Cfr. altresì BEBCHUK – FRIED, *Executive Compensation at Fannie Mae: A Case Study of Perverse Incentives, Nonperformance Pay, and Camouflage*, in *Journal of Corporation Law*, 2005, Vol. 30, p. 807 ss.; BEBCHUK – SPAMANN, *Regulating Bankers' Pay*, in *Georgetown Law Journal*, Vol. 98, No. 2, 2010, p. 247 ss.

¹¹⁰ Non essendo dunque i soci gli unici a poter essere “predatori di valori dalla società”. Cfr. BEBCHUK, *The Myth That Insulating Boards Serves Long-Term Value*, Discussion Paper No. 755 – 09/2013, disponibile su www.law.harvard.edu.

¹¹¹ In argomento, v. GIANNELLI A. – MOSCA, *Paper* presentato al Convegno dell'Associazione Orizzonti del Diritto Commerciale “La protezione dei soggetti deboli

Tali obblighi d'informazione possono essere considerati come una naturale declinazione del principio di *parità di trattamento* dei soci: l'obbligo, cioè, di trasmettere frequenti e aggiornati flussi informativi in merito alla situazione economico-finanziaria della società si pone anche (e soprattutto) nell'ottica di tutelare le esigenze conoscitive degli *azionisti di minoranza* e si pone dunque in modo particolarmente sentito proprio in un ordinamento come il nostro, caratterizzato dalla concentrazione della proprietà azionaria in cui, evidentemente, il socio di controllo ha facile accesso (se non direttamente alla gestione, quantomeno) alle informazioni riguardanti lo stato di salute della società ⁽¹¹²⁾.

La necessità di garantire una costante e adeguata informazione ai soci significa, specularmente, valorizzare il potere di *voice* degli stessi quale diritto fondamentale. In particolare, essendoci occupati finora della crisi dell'investimento, che colpisce in via principale la posizione del socio, appaiono illuminanti al riguardo i Principi di governo societario elaborati dall'OCSE già nel 2004, ove affermano il *diritto degli azionisti* di influire sulla società in caso di *operazioni di carattere straordinario e altre questioni fondamentali*: "diritto", dunque, a favore di *tutti* gli azionisti, chiamati ad esprimersi al riguardo in sede assembleare, con un potere d'influenza (tendenzialmente)

tra equità ed efficienza", Roma, 10-11 febbraio 2012, reperibile su <http://www.orizzontideldirittocommerciale.it/>, ove le condivisibili conclusioni per cui, in virtù del principio di parità di trattamento, il *singolo* azionista non ha un diritto *individuale* alla comunicazione *selettiva* di informazioni da parte dell'organo amministrativo.

¹¹² L'obbligo d'informazione, peraltro, riveste grande importanza fin dal momento dell'assunzione dell'incarico: il nuovo amministratore, cioè, deve verificare l'operato dei precedenti amministratori e, ove ravvisi delle irregolarità, deve *immediatamente informare i soci* al riguardo. In caso contrario, come ha stabilito anche recentemente Cass. civ., 7 maggio 2015, n. 9193 (Pres. Rordorf), "*l'amministratore che ometta d'informarne l'assemblea dei soci e di adottare i provvedimenti necessari per il ripristino di una corretta amministrazione è responsabile non già dell'attività dei precedenti amministratori, ma della propria colpevole omissione*".

proporzionale al numero di azioni (con diritto di voto) possedute ⁽¹¹³⁾, su un piano di assoluta *parità d'informazioni*.

È infatti ai soci che il nostro codice civile attribuisce all'assemblea (in sede ordinaria oppure straordinaria) il potere di adottare tutte le scelte in grado d'incidere sensibilmente sul progetto economico da cui scaturisce la partecipazione: tutte quelle decisioni, cioè, capaci di modificare sensibilmente le condizioni e le caratteristiche della *struttura dell'investimento* effettuato dai soci, *id est* la *struttura della società* ⁽¹¹⁴⁾.

Le competenze degli amministratori, al contrario, ineriscono *soltanto* alla gestione “in senso stretto” *ex art. 2380-bis c.c.* come “gestione istituzionalizzata nell'interesse altrui”, ovvero alla gestione dell'*impresa*, senza alcun potere di modificare le caratteristiche e le condizioni dell'investimento dei soci: tale potere, cioè, è *limitato* alle “operazioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale” e non comprende anche la possibilità di proporre la liquidazione del patrimonio sociale o la cessione dell'intera azienda ⁽¹¹⁵⁾.

Così, al di fuori delle procedure concorsuali e nell'ambito della crisi dell'investimento, appare coerente che il potere decisionale finale relativo alla decisione sull’*“an”* e il *“quomodo”* della ristrutturazione

¹¹³ Al riguardo, v. già Corte di Giustizia, 6 dicembre 2007, in causa C-464/04, reperibile su <http://curia.europa.eu/juris/>, ove si affermava il *principio di proporzionalità* tra diritti degli azionisti e numero di azioni possedute.

¹¹⁴ Si pensi alla trasformazione, alla fusione e alla scissione, nonché alle operazioni di cui agli artt. 2343-*bis*, comma 1; 2352, comma 2; 2357-*ter*, comma 1; 2359-*bis*, comma 2; 2359-*ter*, comma 2; 2359-*quater*, commi 2 e 3; 2361, commi 1 e 2; 2386, comma 2; 2390, comma 1; 2398; 2401; 2433; 2446 e 2447 c.c.

¹¹⁵ Ed infatti le ipotesi apparentemente “di confine”, di competenza degli amministratori, come la destinazione di un patrimonio a uno specifico affare *ex art. 2447-ter c.c.*, l'emissione di obbligazioni *ex art. 2412 c.c.* o la distribuzione di acconti sui dividendi *ex art. 2433-bis c.c.* sono coerenti con questa ripartizione di competenze tra soci e amministratori: tali ipotesi, infatti, non attengono alla gestione dell'investimento perché non incidono in modo “grave” sul progetto economico da cui scaturisce la partecipazione, cioè sulla struttura dell'investimento.

spetti ai soci, trattandosi di una misura straordinaria che tocca l'esistenza stessa della società ⁽¹¹⁶⁾.

Pertanto, alla luce della presa di coscienza che ai fini (prima) di una gestione efficiente dell'impresa e prevenzione della crisi d'impresa nonché (poi) dell'emersione e (eventuale) superamento della stessa sia essenziale l'adeguatezza e la tempestività dei processi informativi tra tutti gli organi societari, nel caso di crisi dell'investimento una soluzione opportuna capace di sopperire alle lacune del codice civile in questo senso (come evidenziato *supra*, al par. 1), potrebbe pertanto essere rappresentata dall'*applicazione anticipata* dell'art. 2446, comma 1, c.c.: ossia, dalla convocazione senza indugio dell'assemblea non appena venga riscontrata dagli amministratori l'esistenza di uno o più indicatori in grado di compromettere le prospettive di continuità aziendale finanziaria più lieve o economico-reddituale (come individuati al Capitolo I, par. 4); nonché in caso di riduzione del capitale in misura *inferiore al terzo* ove (ovviamente) le perdite non siano da ricondurre a momenti fisiologici della vita dell'impresa, soprattutto nell'ipotesi in cui l'ammontare del capitale risulti *inferiore* al limite legale ⁽¹¹⁷⁾. Ciò sempre salvo che gli amministratori stessi non

¹¹⁶ Cfr. BORK, *Pflichten der Geschäftsführung*, in *Krise und Sanierung*, cit., p. 101 ss. ("den Gesellschaften in Rahmen der Krisenabwehr die Letztentscheidungsbefugnis zukomme, da die Entscheidung über das "Ob" und "Wie" der Sanierung eine aussergewöhnliche Geschäftsführungsmassnahme sei, die den Bestand des Unternehmens berühre").

¹¹⁷ In questo senso, con riferimento all'ordinamento tedesco, v. VEIL, *Krisenbewältigung durch Gesellschaftsrecht. Verlust des halben di Kapitals, Pflicht zu ordnungsgemäßer, Liquidation und Unterkapitalisierung*, in *ZGR*, 2006, p. 374 ss., il quale, ritenendo anch'egli che l'obbligo di convocazione dell'assemblea scatti troppo tardi, auspica l'introduzione di uno specifico obbligo, a carico degli amministratori, d'informare immediatamente i soci della situazione di crisi, onde valutare l'adozione delle decisioni più opportune ai fini risanatori. Sempre in questo senso, v. altresì BORK, *Pflichten der Geschäftsführung*, cit., il quale ritiene che all'insorgere della crisi consegua un obbligo d'immediata informazione dell'assemblea, sulla base, in particolare, del § 49, Abs. 2 o 3, GmbHG, per cui dovrebbero essere i soci i titolari del potere di assumere le decisioni determinanti in ordine al risanamento dell'impresa. Peraltro, il ruolo dell'assemblea in Germania era già stato esaltato nei celebri casi

riescano a individuare e adottare una pronta soluzione a livello gestionale (come ad esempio potrebbe accadere nel caso in cui, in presenza d'indizi di cessazione del sostegno finanziario da parte dei creditori, l'organo amministrativo reperisca nuovi creditori in grado di dare fiducia alla società).

In tal modo, i soci potranno essere messi in grado di adottare i provvedimenti ritenuti più “*opportuni*” a tutela del proprio investimento, tra cui anche scelte di tipo aziendale, “quali, ad esempio, la chiusura di stabilimenti, la riduzione del personale, la modificazione degli indirizzi produttivi o di politica commerciale” ⁽¹¹⁸⁾; ove invece

(prima) *Holzmüller*, (BGH, 25 febbraio 1982, in AG, 1982, p. 158 ss.) e (poi) *Gelatine* (BGH, 26 aprile 2004 – II ZR 115/02; BGH, 26 aprile 2004 – II ZR 154/02, in ZIP, 2004, p. 993 ss.; in NZG, 2004, p. 571 ss. e in RDS, I, 2007, p. 81 ss., con nota di MAUGERI). Si ricorda che autorevole dottrina (PORTALE, *Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in AA.VV., *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum *Gian Franco Campobasso*, diretto da Abbadessa – Portale, vol. II, Torino, 2006, p. 27 ss.), valorizzando a tal fine l'art. 2361, commi 1 e 2, c.c., aveva ritenuto di riconoscere una competenza implicita dell'assemblea nelle questioni cd. d'interesse primordiale anche nel nostro ordinamento, mediante il ricorso all'*analogia iuris*. *Contra*, rifiutando la tesi delle competenze legali implicite, ABBADESSA, *La competenza assembleare in materia di gestione nella società per azioni: dal codice alla riforma*, in *L'attività gestoria nelle società di capitali. Profili di diritto societario italiano e spagnolo a confronto*, a cura di Sarcina – García Cruces, Bari, 2010, p. 73 ss., p. 81, il quale, al pari di TINA, *L'esonero da responsabilità degli amministratori di s.p.a.*, cit., p. 271 ss., in virtù del principio dell'esecuzione secondo buona fede del rapporto di amministrazione ex art. 1375, c.c., ritiene che l'organo amministrativo non sia più tenuto a devolvere le decisione d'interesse primordiale ai soci, avendo la riforma cancellato detto potere, ma sia “certamente obbligato, in vista di operazioni di tale rilievo, a fornire preventivamente all'assemblea un'adeguata informativa. Che è, poi, quanto gli amministratori farebbero in ogni caso nei confronti del socio o della coalizione di controllo: la legge solamente impone che l'informazione non resti riservata ad alcuni interlocutori privilegiati, ma sia estesa a tutti gli azionisti. A seguito dell'informazione, l'assemblea può, alternativamente, limitarsi a prenderne atto, ovvero esprimere un parere o indirizzare una raccomandazione all'organo amministrativo”, ovviamente non vincolanti, ma, come sottolinea l'Autore, aventi un rilevante valore di *moral suasion*.

¹¹⁸ ABBADESSA, *La competenza assembleare in materia di gestione nella società per azioni*, cit., p. 74, riferendosi peraltro al dibattito concernente le cd. competenze implicite dell'assemblea nel vigore dell'art. 2364, comma 1, n. 4 ante riforma del diritto societario. Nello stesso senso, CALANDRA BUONAURA, *Gestione dell'impresa e competenza dell'assemblea nella società per azioni*, Milano, 1985, p. 108 ss.; ABBADESSA, *L'assemblea: competenza*, cit., p. 60 ss.; TETI, *Il capitale nominale*

l'assemblea non deliberi alcunché, in caso di aggravamento della crisi fino alla perdita del capitale oltre un terzo, si assisterà (forse) poi all'applicazione – stavolta “*standard*” – dell'art. 2446, comma 1, c.c..

Ne consegue che in caso d'inerzia dell'organo amministrativo, sarà premura del collegio sindacale convocare l'assemblea ai sensi dell'art. 2406, *primo* comma, c.c. (ovvero dell'art. 151, comma 2, T.U.F.) o, in alternativa, del *secondo* comma dell'art. 2406, ove si ritenga che all'interno della categoria dei “fatti censurabili” possa rientrarvi anche la presenza di fattori che indichino il rischio di prevedibile perdita della continuità aziendale ⁽¹¹⁹⁾. Un chiaro richiamo al *going concern* è infatti contenuto nella Norma 11.1. dei Principi di comportamento del collegio sindacale: tale organo, infatti, ha l'obbligo di vigilare “che il *sistema di controllo* e gli *assetti organizzativi* adottati dalla società risultino *adeguati a rilevare tempestivamente segnali* che facciano emergere *dubbi significativi sulla capacità dell'impresa di continuare ad operare come un'entità in funzionamento*. Il collegio sindacale può chiedere chiarimenti all'organo amministrativo e, se del caso, *sollecitare lo stesso ad adottare opportuni provvedimenti*” ⁽¹²⁰⁾.

e l'ordinamento delle società azionarie, Napoli, 1986, p. 178 ss.; PORTALE, *Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, cit.; NOBILI, *La riduzione del capitale*, cit., p. 329 ss. Non essendo possibile in questa sede ripercorrere il dibattito *de quo*, si rimanda alla dettagliata ricostruzione (sia ante che post riforma) di ABBADESSA, *La competenza assembleare in materia di gestione nella società per azioni: dal codice alla riforma*, cit. Sui provvedimenti “opportuni” adottabili dall'assemblea, v. anche *supra*, par. 1, p. 4 ss.

¹¹⁹ In questo senso, VICARI, *I doveri degli organi sociali*, cit., p. 142 ss.

¹²⁰ V. CNDCEC, *Norme di comportamento del collegio sindacale*, cit., Norma 11.1. – *Prevenzione ed emersione della crisi* (Cfr. già le *Norme di comportamento del collegio sindacale* del 2004, norma 7.2). V. ancora VICARI, *op. ult. cit.*, p. 142 ss., il quale evidenzia che il collegio sindacale ha l'obbligo di sollecitare l'organo amministrativo ad adottare le misure “opportune” e di convocare l'assemblea per esporre la situazione. Questa, poi, come specificato anche dalla Norma 11.2. – *Segnalazione all'assemblea e denuncia al Tribunale*, potrebbe anche, in base alla gravità della situazione, decidere anche la messa in liquidazione della società oppure la revoca degli amministratori. Qualora tutto ciò non sia sufficiente, il collegio avrà dunque il potere-dovere di denuncia al Tribunale *ex art. 2409 c.c.* oppure, in caso d'insolvenza, di presentare un esposto al pubblico ministero perché questi richieda il

In conclusione, la tempestiva informazione dei soci sembra essere il logico corollario del sistema di “controllo interno ideato dal legislatore, [...] (che) fa perno su un sistema che abbandona il concetto di verifica *ex post* e che privilegia, al contrario, l'adozione di strumenti organizzativi che siano capaci di *rilevare tempestivamente* il rischio a seconda delle dimensioni e della tipologia dell'attività di impresa e che siano dunque in grado di riconoscere l'imminenza della crisi. L'adeguatezza delle procedure per rilevare segnali di crisi rientra, infatti, tra le caratteristiche di un assetto organizzativo adeguato” ⁽¹²¹⁾.

fallimento della società *ex art. 6*, comma 1, l.f. Al riguardo, v. anche SACCHI, *La gestione dell'impresa di fronte alla crisi*, in *Le soluzioni concordate delle crisi di impresa* (Atti del Convegno svoltosi a Torino, 8-9 aprile 2011), a cura di Jorio, Milano, 2012, p. 189 ss.

¹²¹ V. sempre le *Nuove norme di Comportamento del Collegio Sindacale*, Norma 11.1.

CAPITOLO III

IL RUOLO DEI SOCI

E DEGLI AMMINISTRATORI

NELLA CRISI GRAVE DEL FINANZIAMENTO

SOMMARIO. 1. La gestione della *grave* crisi finanziaria nel diritto positivo: i poteri degli amministratori. – 2. (*Segue*) Il ruolo degli *stakeholders*: primato dei creditori ed evanescenza dei soci. Le criticità del diritto italiano. – 3. La Proposta di Direttiva Europea sulle procedure di ristrutturazione e la tutela dei soci nel concordato preventivo: diritto di *voto* e diritto di opposizione nel *merito*. – 4. I doveri degli amministratori fra “*Treupflichtbindung*” e “*Planentwurfspflicht*”.

1. La gestione della *grave* crisi finanziaria nel diritto positivo: i poteri degli amministratori.

Nei capitoli precedenti si osservava come, da un lato, il ruolo degli amministratori nella corretta gestione dell'impresa risulti oggi accentuato anche a seguito dell'abbassamento del capitale minimo legale in tutti i più importanti ordinamenti europei e, quindi, della presa di coscienza della sostanziale inadeguatezza delle *capital maintenance rules* a garantire una tutela effettiva ai creditori sociali (con manifestazione di un certo *favor* per i cd. *standard ex post*). Al contempo, il *trend* generale a livello comunitario impone agli stessi amministratori di adempiere, nei confronti dei soci, obblighi d'informazione aggiornata, veritiera e trasparente sull'andamento della società, laddove è attribuita a questi ultimi la competenza a

decidere in ordine all'*an* e al *quomodo* della risoluzione di una crisi che colpisca *prima di tutto* il proprio interesse a non perdere il valore e la redditività della partecipazione (crisi dell'*investimento*).

Il ruolo dei soci, invece, cambia radicalmente quando la società entra in uno stato di grave crisi del *finanziamento*. Come si osservava in precedenza (cfr. cap. I, par. 3), tale crisi, definibile come *grave* rischio di perdita delle prospettive di continuità aziendale di tipo *finanziario* (o come *dying concern* finanziario, in caso di accertamento dell'impossibilità, durevole e insuperabile attraverso piani interni di risanamento, di continuare a svolgere la propria attività in un prevedibile futuro), ricomprende al suo interno lo stato di "*crisi*" rilevante ai fini del *concordato preventivo*, la cd. *pre-insolvenza* e, infine, l'*insolvenza* vera e propria: lo stadio più acuto è rappresentato dall'*insolvenza*, che può concretarsi in inadempimenti o altri fatti esteriori, i quali dimostrino che l'imprenditore non è più in grado di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni in modo *durevole* e *insuperabile* attraverso piani interni di risanamento, nonché *potenzialmente irreversibile*; non ancora connotato da una tale gravità è invece lo stato di *pre-insolvenza* (cd. *vicinity of insolvency* o *zone of insolvency*), rappresentato da tutti quegli stadi intermedi in grado di far presagire concrete possibilità di pervenire all'*insolvenza* nel breve o medio periodo ⁽¹⁾; infine, come sotto-categoria più ampia, vi è la "*crisi*" rilevante ai fini dell'art. 160 l.f., che può assumere i connotati *sia* della *pre-insolvenza* *sia* dell'*insolvenza*.

Una grave patologia finanziaria, dunque, comporta il concreto pericolo che le conseguenze economiche della gestione del patrimonio

¹ Come definita dalle Corti del Delaware, "*a prebankruptcy period in which the company is near, yet short of, actual insolvency*": cfr. *Credit Lyonnais Bank Nederland N.V. vs. Pathe Commons Corp.*, cit. Cfr. altresì MONTALENTI, *La gestione dell'impresa*, cit., p. 823, il quale definisce come pre-crisi quell'"area economico-temporale antecedente ad una situazione di crisi in senso tecnico, sita in uno stadio prodromico sospeso tra il rischio di insolvenza e le prospettive di risanamento".

sociale (incluso l'eventuale *default* dell'impresa) vengano subite soprattutto dai creditori, poiché in tali situazioni sono proprio costoro che, in un certo senso, diventano i “veri” proprietari dell'impresa, risultando l'apporto di *equity* dei soci del tutto marginale rispetto al *debt* fornito dai primi ⁽²⁾: un rischio, tuttavia, non compensato dall'attribuzione del correlativo potere di assumere le decisioni fondamentali relative all'attività d'impresa, ragion per cui è essenziale che la gestione di una società in simile stato di crisi e, in particolare, la scelta di una determinata procedura concorsuale, vengano orientate nel senso di garantire ai creditori la migliore tutela possibile.

Ciò premesso, v'è tuttavia da evidenziare che, sebbene la grave crisi finanziaria significhi, nella stragrande maggioranza dei casi, che il patrimonio netto della società ha un valore negativo ⁽³⁾, in talune ipotesi, seppur eccezionali ma non per questo immeritevoli d'interesse scientifico, una simile crisi può non implicare necessariamente l'insufficienza del patrimonio sociale, per cui, come meglio si spiegherà in seguito, in tali eventualità non sembra che possa essere esclusa *in toto* la necessità e la meritevolezza di una qualche forma di tutela per l'interesse al mantenimento della partecipazione di cui sono titolari i soci; tenuto conto, in particolare, che oggi gli stessi soci, pur essendo i principali destinatari degli effetti giuridici (anche gravi) di una procedura regolata della crisi, risultano del tutto estranei a qualsivoglia forma di partecipazione sia in ordine alla scelta su *an* e *quomodo* della procedura sia, poi, alla concreta gestione della stessa.

Posta, infatti, la mai invariata competenza dell'organo amministrativo a presentare ricorso per la dichiarazione di fallimento

² Cfr. STANGHELLINI, *Proprietà e controllo*, cit.; BARCELLONA, *La separazione di proprietà e gestione nelle società di capitali: diritti particolari del quotista e «golden shares» di s.p.a.*, in AA.VV., *Liber amicorum Pietro Abbadesse*, a cura di Campobasso M. – Cariello – Di Cataldo – Guerrera – Sciarrone Alibrandi, 2014, Vol. I, p. 176 ss., p. 215. Per ulteriori riferimenti, v. cap. I, par. I.

³ Su cui v. più ampiamente il cap. I.

(cfr. art. 5, comma 1, l.f.), con la riforma del R.D. 16 marzo 1942 n. 267 del 2006 ⁽⁴⁾ anche la competenza a deliberare la proposta e le condizioni del concordato preventivo o fallimentare è oggi degli amministratori di società di capitali e non più dei soci di queste ⁽⁵⁾, salva la diversa previsione statutaria che attribuisca una simile decisione alla competenza assembleare (cfr. artt. 152, comma 2; 161, comma 4 e 187, comma 2 l.f.).

Invero, appare indubbio che l'avvio di una procedura concorsuale e, in particolare, per quel che qui interessa, del concordato preventivo, rappresenti una delle più gravi ipotesi di scelte capaci d'incidere profondamente sulla struttura della società e, quindi, sulla struttura dell'investimento (ossia l'assetto proprietario, concernente il capitale di rischio e le partecipazioni sociali); ciò soprattutto quando la proposta di concordato non abbia contenuto puramente solutorio o liquidativo, ma presenti i caratteri di un vero e proprio *piano di riorganizzazione* della società in crisi o insolvente con l'intervento di terzi estranei alla compagine sociale ⁽⁶⁾.

⁴ D.Lgs. 9 gennaio 2006, n. 5 e D.Lgs. 12 settembre 2007, n. 169.

⁵ Stante l'assenza di divieti espressi, sembra plausibile che il potere di presentare la proposta di concordato preventivo possa essere attribuito all'amministratore delegato, il quale potrebbe dunque redigere lui stesso il piano e poi lasciare al consiglio il successivo esame del medesimo (arg. ex art. 2381, comma 3, c.c.). Sul punto, cfr. NICOLINI, *Il concordato preventivo e il concordato fallimentare dopo la riforma*, in *Il nuovo diritto fallimentare e il ruolo del notaio*, Atti del Convegno di Modena il 19 gennaio 2008 (N. 2/2008), reperibile su elibrary.fondazione-notariato.it. Come noto, prima si richiedeva al contrario che la proposta e le condizioni del concordato preventivo fossero approvate, nelle società di capitali e nelle società cooperative, dall'assemblea straordinaria dei soci, salva l'attribuzione di tale potere all'organo amministrativo. Appariva, tra l'altro, opinione condivisibile che tale delega potesse essere conferita sia di volta in volta sia *ex ante* in apposita clausola dello statuto. Tuttavia, in senso contrario alla previsione di una simile clausola, Trib. Roma 26 marzo 1998, in *Le Società*, 1998, p. 1192 ss.

⁶ Cfr. GUERRERA – MALTONI, *Concordati giudiziali e operazioni societarie di "riorganizzazione"* – Studio n. 77-2007/I, in *Studi e Materiali CNN*, Milano, 2/2007, p. 990 ss. e in *Riv. soc.* 2008, p. 17 ss., i quali fanno notare che oggi, a seguito della Riforma, è possibile che il concordato porre in essere una moltitudine d'interventi di "alta gestione", cioè aventi portata "strategica" e capaci di comportare una profonda "ristrutturazione patrimoniale, finanziaria e societaria dell'impresa in crisi",

Eppure, il legislatore fallimentare ha sancito una vistosa *eccezione* (o *inversione* rispetto) alla normativa codicistica che, all'opposto, distingue nettamente il profilo della gestione dell'impresa da quello di gestione dell'investimento (7), attribuendo quest'ultimo alla competenza dell'assemblea dei soci in sede perlopiù straordinaria. Infatti, sebbene la Relazione governativa alla riforma della legge fallimentare spieghi, *sub* art. 152, che è stato “ritenuto preferibile, *in coerenza con la tendenza legislativa che emerge dalla riforma del diritto societario*, assegnare agli amministratori delle società di capitali il potere di chiedere il concordato”, a ben vedere non sembra che la scelta legislativa del 152 l.f. si sia propriamente ispirata alla tendenza della riforma delle società di capitali e, dunque, allineata al principio cui si deve la regola dell'esclusività del potere di gestione dell'impresa di cui all'art. 2380-*bis* c.c. che, in quanto comunque *limitato* alle “operazioni

coinvolgendo gli interessi di una pluralità di soggetti: tra questi, la rinegoziazione dei debiti (anche mediante emissione di obbligazioni – ordinarie e convertibili – o strumenti finanziari); la ricapitalizzazione della società ad opera dei soci o di terzi; la conversione dei debiti in capitale mediante sottoscrizione riservata ai creditori o a società dagli stessi partecipate; la fusione; lo scorporo di azienda; la scissione; l'assegnazione ai creditori dei titoli derivanti dalle suddette operazioni in luogo del pagamento dei crediti. A ciò si aggiunga la nuova disciplina dell'aumento di capitale sociale forzoso *ex* artt. 163 comma 5 e 185 comma 6, l.f. (su cui v. più ampiamente il successivo par. 3 di questo capitolo). Il concordato, dunque, è oggi in grado di toccare in maniera sensibile la struttura organizzativa societaria e, quindi, avere gravi implicazioni per i soci, ragion per cui in passato era richiesta la deliberazione dell'assemblea straordinaria. Al riguardo, v. GUGLIELMUCCI, *La riforma in via d'urgenza della legge fallimentare*, Torino, 2005, p. 63 ss.; ID., *Diritto fallimentare. La nuova disciplina delle procedure concorsuali giudiziali*, Torino, 2006, p. 265 ss.; FERRI G. JR., *Ristrutturazione dei debiti e partecipazioni sociali*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, p. 747 ss.; Cfr. ID., *La struttura finanziaria della società in crisi*, in *RDS*, 2012, III, p. 479 ss.; NIGRO, *La riforma “organica” delle procedure concorsuali e le società*, in *Dir. fall.*, 2006, I, p. 78 ss.; STANGHELLINI, *Commento all'art. 124 l.f.*, in *Il nuovo diritto fallimentare. Commentario*, diretto da Jorio, Bologna, 2006, p. 1946 ss.; SANTONI, *Contenuto del piano di concordato preventivo e modalità di soddisfacimento dei creditori*, in *BBTC*, 2006, I, p. 517 ss.; SACCHI, *La responsabilità gestionale nella crisi dell'impresa societaria*, in *Giur. comm.*, 2014, I, p. 304 ss., pp. 310-311.

⁷ Per la distinzione tra gestione dell'impresa e gestione dell'investimento, v. il par. 5 del capitolo II, in particolare p. 57 ss.

necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale", non comprende anche la possibilità di proporre la liquidazione del patrimonio sociale o la cessione dell'intera azienda e non è nemmeno principio vigente per la S.r.l. alla quale, invece, ugualmente si applica il 152 l.f. ⁽⁸⁾. Innanzitutto, la legge delega (l. 3 ottobre 2001, n. 366) non conteneva alcuna indicazione nel senso di un ridimensionamento del ruolo dell'assemblea, semmai prevedendo, al contrario, "un ampliamento" dell'autonomia statutaria, *ex art. 4, comma 2, lett. a)* ⁽⁹⁾. Inoltre, nelle società per azioni, nonostante varie modifiche anche importanti al codice civile, come il caso dello "scomparso" n. 4 del previgente art. 2364, comma 1, c.c. permangono sempre nella competenza dei soci tutte quelle decisioni capaci d'incidere profondamente sul progetto economico da cui scaturisce la partecipazione: all'assemblea in sede straordinaria spettano infatti tutte le decisioni relative alle *regole di funzionamento della società* (le modificazioni dello statuto *ex art. 2365 c.c.* e dell'atto costitutivo *ex art. 2328 c.c.*), alle modifiche della *struttura organizzativa* (la liquidazione e le operazioni straordinarie di trasformazione, fusione e scissione) nonché degli *assetti proprietari* (operazioni di aumento e riduzione del capitale, caratteristiche degli strumenti finanziari partecipativi, l'autorizzazione alla concessione di prestiti e garanzie per la sottoscrizione o l'acquisto di azioni proprie,

⁸ Cfr. CALANDRA BUONAURA, *La gestione societaria dell'impresa in crisi*, in AA.VV., *Società, banche e crisi d'impresa – Liber amicorum Pietro Abbadessa*, diretto da Campobasso M. – Cariello – Di Cataldo – Guerrera – Sciarrone Alibrandi, Torino, 2014, p. 2598 ss.

⁹ E anzi, nel senso che già la stessa Riforma societaria sia stata poco coerente con la legge delega, TUCCI, *Gestione dell'impresa sociale e "supervisione" degli azionisti. L'esperienza italiana a confronto con la disciplina delle public companies americane*, Milano, 2003, p. 48 ss.; CALANDRA BUONAURA, *I modelli di amministrazione e controllo nella riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2003, I, p. 538 ss.; ABBADESSA, *L'assemblea nella s.p.a.: competenza e procedimento nella legge di riforma*, in *Giur. comm.*, 2004, I, p. 542 ss.; D'ALESSANDRO, *Rapporti tra assemblea e amministratori nella riforma societaria*, cit., p. 731 ss.; MIOLA, *L'oggetto sociale tra autonomia statutaria ed autonomia gestoria*, in *Riv. dir. priv.*, 2008, p. 715 ss.

l'emissione di obbligazioni convertibili), mentre agli amministratori è attribuita in via esclusiva la (sola) gestione dell'*impresa*, che comprende tutte le operazioni necessarie per (ma non eccedenti) l'attuazione dell'oggetto sociale (cfr. art. 2380-*bis* c.c.) ⁽¹⁰⁾. Oltre all'eliminazione dell'art. 2364, comma 1, n. 4, c.c., invece, post riforma spetta oggi agli amministratori la competenza a emettere obbligazioni non convertibili (art. 2410 c.c.), istituire i patrimoni destinati (art. 2447-*ter*, comma 2, c.c.) e a emettere gli strumenti finanziari partecipativi (art. 2346, comma 6, c.c.). Come notato in precedenza, tuttavia (v. cap. II, par. 5), non sembra che lo spostamento di competenze nelle materie ora citate sia in grado di rovesciare il principio fondamentale per cui all'assemblea compete tutto quanto attiene alla gestione dell'investimento e alla struttura della società, poiché le operazioni ora ricordate non sono in grado d'incidere sensibilmente su tali aspetti tanto quanto lo sono, invece, le operazioni attribuite alla competenza dell'assemblea. Per quanto concerne gli strumenti finanziari, infatti, mentre l'*istituzione* di una o più categorie di strumenti finanziari partecipativi ai sensi dell'art. 2346, comma 6, c.c., l'approvazione delle clausole statutarie (o del regolamento allegato allo statuto) disciplinanti "le modalità e condizioni di emissione, i diritti che conferiscono, le sanzioni in caso di inadempimento delle prestazioni e, se ammessa, la legge di circolazione" rientrano nella

¹⁰ Al riguardo, per un'ampia ricostruzione del ruolo dell'assemblea e delle questioni intorno al vecchio art. 2364, comma 1, n. 4, c.c., v. ABBADESSA, *La gestione dell'impresa nella società per azioni. Profili organizzativi*, Milano, 1975, p. 5 ss.; CALANDRA BUONAURA, *Gestione dell'impresa*, cit., p. 26 ss.; post riforma, v. SCIUTO – SPADA, *Il tipo della società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo – Portale, I, Torino, 2004, p. 60 ss.; ABBADESSA – MIRONE, *Le competenze dell'assemblea nelle s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2010, II-III, p. 269 ss.; ABBADESSA, *La competenza assembleare in materia di gestione nella società per azioni: dal codice alla riforma*, in *L'attività gestoria nelle società di capitali. Profili di diritto societario italiano e spagnolo a confronto*, a cura di Sarcina – García Cruces, Bari, 2010, p. 73 ss., il quale esprime forti perplessità sulla modifica operata dal legislatore al riguardo; PASQUARIELLO, *Sub artt. 2364-2366 c.c.*, in *Il nuovo diritto delle società. Commentario*, a cura di Maffei Alberti, I, Padova, 2005, p. 444 ss.

competenza inderogabile dell'assemblea straordinaria (non delegabile all'organo amministrativo), l'effettiva *emissione* degli stessi (ossia l'offerta in sottoscrizione e il perfezionamento dell'apporto) rappresenta una mera attività *esecutiva*, che rientra, coerentemente, nella competenza dell'organo amministrativo ⁽¹¹⁾. Quanto ai patrimoni destinati, invece, essi devono essere costituiti entro certi limiti qualitativi (come l'oggetto sociale) e quantitativi (il 10% del patrimonio netto), per cui non sembra che possano essere considerati, quanto alla gravità delle conseguenze, alla stregua di un'operazione straordinaria o dell'emissione di un prestito obbligazionario convertibile ⁽¹²⁾.

Spettano invece all'assemblea ordinaria sia le decisioni sul concreto funzionamento della società, in particolare le vicende del rapporto con gli altri organi sociali (nomina, sostituzione e revoca degli amministratori, del direttore generale, dei sindaci, del revisore legale e dei liquidatori, nonché la determinazione dei compensi e l'esercizio dell'azione di responsabilità verso gli amministratori); sia le decisioni sui risultati della gestione (approvazione del bilancio e distribuzione degli utili); sia, ancora, alcune decisioni incidenti sulla struttura patrimoniale, finanziaria e organizzativa della società (l'acquisto e la

¹¹ Mentre "la competenza ad *assumere la decisione di emettere* gli strumenti finanziari partecipativi può ritenersi spettante anche all'organo amministrativo qualora tra le modalità e le condizioni di emissione l'assemblea straordinaria abbia determinato la tipologia degli apporti e il grado massimo di possibile diluizione dei diritti spettanti alle azioni, con ciò delegando – implicitamente o esplicitamente – all'organo amministrativo la decisione di emissione". Cfr. CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 163 – *Competenza all'emissione degli strumenti finanziari partecipativi* (art. 2346, comma 6, c.c.). In argomento, cfr. altresì PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. dir. soc.*, 2003, p. 1276 ss.; FERRI G. JR., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, a cura di Montagnani, Milano, 2004, p. 67 ss.; GIANNELLI G., *Sulla competenza a deliberare l'emissione di strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, II, p. 168 ss.; MIOLA, *Gli strumenti finanziari nella società per azioni e la raccolta del risparmio tra il pubblico*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, p. 466 ss.

¹² Per parte della dottrina (ABBADESSA – MIRONE, *op. cit.*), tuttavia, l'istituto dei patrimoni destinati "non attiene [...] alla mera gestione dell'impresa, ma coinvolge appieno la struttura finanziaria della società".

vendita di azioni proprie o della società controllante; gli acquisti cd. pericolosi di beni o di crediti dei promotori, fondatori, soci ed amministratori nei due anni dalla iscrizione della società nel registro delle imprese; nonché, secondo l'interpretazione prevalente, la riduzione obbligatoria del capitale sociale per perdite superiori ad un terzo del capitale sociale che non comportino riduzione al di sotto del minimo legale *ex art. 2446, comma 2, c.c.*; l'assunzione di partecipazioni in altre imprese comportante una responsabilità illimitata per le obbligazioni della medesima) ⁽¹³⁾.

Non a caso, le materie delegabili agli amministratori (seppur aumentate a seguito della Riforma) riguardano esclusivamente ipotesi che non comportano cambiamenti rilevanti nella struttura societaria (come le fusioni cd. semplificate di cui agli art. 2505 e 2505-*bis* c.c.) oppure atti "dovuti" (come la riduzione del capitale in caso di recesso del socio o ai sensi dell'art. 2446, comma 3, c.c., su cui v. anche il cap. II, par. 1); o, ancora, atti di mero adeguamento dello statuto a norme di legge (cfr. art. 2365, comma 2, c.c.) ⁽¹⁴⁾. A convincere del contrario, e

¹³ Al riguardo, v. ABBADESSA – MIRONE, *Le competenze dell'assemblea nelle s.p.a.*, cit., p. 271 ss.

¹⁴ Per l'opinione secondo cui la Riforma avrebbe ridotto solo qualitativamente (e non quantitativamente) il ruolo dell'assemblea, v. PINTO, *Brevi osservazioni in tema di deliberazioni assembleari e gestione dell'impresa nella società per azioni*, in *Riv. dir. impr.*, 2004, p. 448 ss. Nel senso, invece, che la Riforma delle società di capitali avrebbe comportato un rilevante incremento del ruolo degli amministratori a scapito di quello dell'assemblea, AMBROSINI, *Il concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, in *Trattato di diritto commerciale*, XXI, 2008, p. 65 ss.; LIBERTINI, *Scelte fondamentali di politica legislativa e indicazioni di principio nella riforma del diritto societario del 2003. Appunti per un corso di diritto commerciale*, in *Riv. dir. soc.*, 2008, p. 221 ss.; ABBADESSA – MIRONE, *Le competenze dell'assemblea nelle s.p.a.*, cit., p. 269, secondo i quali la riforma ha "compresso i poteri dell'assemblea, aumentando le competenze degli amministratori nell'ambito non strettamente gestionale e riducendo i margini d'intervento dell'assemblea nella gestione. E le novità, che testimoniano tale complessivo orientamento, sono di vario tipo, tutte riconducibili all'idea di fondo della riforma, volta a valorizzare l'interesse all'efficienza della gestione imprenditoriale". Eppure, secondo gli stessi Autori, "sembra però eccessiva anche la valutazione per cui la riforma avrebbe invece determinato una vera e propria "investitura monopolistica" dell'organo amministrativo in materia di gestione. I momenti di intervento indiretto

cioè che la delibera concernente la proposta e le condizioni di concordato rappresenti invece di una decisione attinente alla gestione dell'impresa, non appare convincente nemmeno il rilievo per cui prima della L. 340/2000 (che ha sostituito l'omologa giudiziaria con il controllo notarile) le delibere dell'assemblea *straordinaria* inerenti la proposta e le condizioni del concordato fallimentare e la domanda di ammissione al concordato preventivo (o all'amministrazione controllata) non erano soggette all'allora vigente omologa giudiziaria perché non avrebbero comportato alcuna modifica all'organizzazione della società, attenendo solamente alla gestione dell'impresa. La ragione della non necessità dell'omologa giudiziaria doveva, invece, essere ritrovata nel principio di tassatività degli atti giuridici ⁽¹⁵⁾.

dell'assemblea sulla gestione rimangono, infatti, numerosi e rilevanti". Difatti, da un lato è certamente condivisibile l'opinione degli Autori citati per la quale, nel meccanismo previsto dall'art. 2364, n. 4, v.t., c.c., "potevano farsi rientrare: il conferimento dell'intera azienda o di parti essenziali della stessa in altra società; la cessione dell'intera azienda, se finalizzata alla messa 'in sonno' della società o alla liquidazione del patrimonio sociale; la dismissione del controllo delle società operative che rappresentino la totalità o quasi del patrimonio sociale; le operazioni d'investimento delle disponibilità societarie in iniziative atipiche; il radicale e brusco abbandono di mercati consolidati; l'esercizio del diritto di voto nelle controllate aventi carattere di 'megasussidiarie' – quando cioè il relativo pacchetto di controllo costituisca la totalità o quasi del patrimonio complessivo della società partecipante – in relazione a decisioni come la modifica dell'oggetto sociale, l'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione o lo scioglimento anticipato". Dall'altro lato, tuttavia, si può ritenere che simili operazioni siano capaci di modificare sensibilmente l'oggetto sociale e che, dunque, post riforma rimangano comunque di competenza dell'assemblea straordinaria. Per l'opinione, invece, che l'organo amministrativo rimane un organo a competenza generale, mentre l'assemblea rimane a competenza speciale, ANGELICI, *La formazione della volontà societaria nell'assemblea e le decisioni dei soci*, in AA.VV., *Le società: autonomia privata e i suoi limiti*, Milano, 2003, p. 35 ss.; GALGANO – GENGHINI, *Il nuovo diritto societario*, cit., p. 205 ss. Per un altro Autore, invece, il ridimensionamento del ruolo assembleare sarebbe attenuato, in particolare, dall'attribuzione alla competenza assembleare dell'acquisto di partecipazioni comportanti la responsabilità illimitata della società *ex art.* 2361, comma 2, c.c. (PORTALE G.B., *Rapporti fra assemblea e organo gestorio*, cit., p. 29 ss.). In tema, v. anche CERRATO, *Il ruolo dell'assemblea nella gestione dell'impresa: il «sovrano» ha veramente abdicato?*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, p. 145 ss.

¹⁵ Al riguardo, cfr. ad esempio Trib. Udine 18 gennaio 1983, in *Dir. fall.* 1983, II, p. 478 ss.; Id., 18 giugno 1993, in *Dir. fall.*, 1993, II, p. 1110 ss.; *contra*, peraltro,

Trib. Roma 26 marzo 1998, in *Le Società*, 1998, p. 1192 ss. sulla base di un'interpretazione analogica con la delibera di scioglimento anticipato della società (che peraltro si rivelò poi erronea, dato che oggi la dichiarazione di fallimento non è più causa di scioglimento della società né, men che meno, la proposta di concordato preventivo o fallimentare può avere valore di deliberazione implicita di scioglimento anticipato). Inoltre, posto che nelle società di persone sono i *soci* a maggioranza assoluta ad avere la competenza al riguardo, nemmeno appare condivisibile il rilievo per cui in questo tipo societario sarebbe richiesta l'unanimità dei consensi per tutte le decisioni che modificano l'*organizzazione* della società e, invece, la semplice maggioranza per le scelte afferenti alla gestione dell'*impresa*. Che tale distinzione sia fallace, è confermato oggi dalla possibilità, per le società di persone, di decidere la trasformazione (cd. progressiva) in società di capitali con il semplice consenso della maggioranza dei soci (calcolata, stavolta, secondo la parte attribuita a ciascuno negli utili, fermo, tra l'altro, il diritto di recesso del socio dissenziente a testimonianza della gravità dell'operazione) ex art. 2500-ter c.c. L'intento della riforma del diritto societario del 2003, infatti, è stata quella di *favorire* in maniera equilibrata la *trasformazione delle società di persone in società di capitali* senza danneggiare l'interesse dei soci dissenzienti, consentendo l'adeguamento degli assetti organizzativi della società alle esigenze sopravvenute evitando, secondo il cd. principio di economia dei mezzi giuridici, il duplice passaggio della liquidazione della società originaria e della costituzione di un nuovo ente (e la riforma ha con ciò seguito i dettami dell'art. 7 della legge delega, tra i quali: "semplificare e precisare il procedimento [...]; disciplinare possibilità, condizioni e limiti delle trasformazioni [...] eterogenee [...]; introdurre disposizioni dirette a semplificare e *favorire la trasformazione delle società di persone in società di capitali*"). Oggi, pertanto, la trasformazione è pacificamente considerata (per l'appunto) alla stregua (non di un trasferimento ma) di un *atto riorganizzativo* della struttura societaria. Cfr. Relazione alla riforma, § 14 – *Della trasformazione*, secondo cui la norma sulla continuità dei rapporti giuridici (art. 2498 c.c.) è stata intesa come "segno di una prospettiva di modificazione e non novativa-successoria". Per il vero, anche nel precedente regime il principio della continuità dei rapporti giuridici, di cui al rinnovato art. 2498 c.c., era stato tratto dalla dottrina e dalla giurisprudenza alla luce della regolamentazione generale dell'istituto (cfr. Cass. 9 marzo 1995, n. 2736; 24 luglio 1997, n. 6925; 8 aprile 1998, n. 3638; 4 novembre 1998, n. 11077; 8 gennaio 1999, n. 89; 28 aprile 1999, n. 4270). E v. ancora in questo senso, chiaramente, la Relazione, § 14, la quale specifica che "in funzione della semplificazione e del *favore* per la trasformazione di società personali in società di capitali, si è ritenuto [...] di *consentire* la previsione di una *decisione maggioritaria*, il cui *fondamento risiederebbe comunque* in una decisione *unanime* di *modifica* in tal senso *del contratto sociale* (cfr. l'art. 2252 c.c.). Eppure, l'adozione della trasformazione è decisa dai soci a maggioranza (e non all'unanimità). Con ciò, tuttavia, non si può negare che tale riorganizzazione sia capace di mutare sensibilmente le caratteristiche e le condizioni dell'investimento del socio, il che del resto è chiaramente confermato dal diritto di recesso che la legge attribuisce ai dissenzienti. Ne consegue che né nel caso della trasformazione, né, tantomeno, nel caso dell'accesso alle procedure regolate della crisi, può parlarsi di mera gestione dell'impresa anziché di gestione dell'investimento, attenendo entrambe a una modifica delle basi organizzative della società. Per le società di persone,

V'è poi da notare che nelle società a responsabilità limitata nemmeno esiste questa rigida ripartizione di competenze, giacché l'amministrazione della società è affidata tendenzialmente a uno o più soci (art. 2475, comma 1, c.c.) ⁽¹⁶⁾. Inoltre, la legge consente che la decisione venga assunta dai soci qualora uno o più amministratori o tanti soci che rappresentino almeno un terzo del capitale sociale sottopongano tale argomento alla loro approvazione (art. 2479, comma 1, c.c.); infine, cosa forse più importante, l'art. 2479, comma 1, n. 5, c.c. stabilisce che sono di competenza dei *soci* tutte le decisioni di "compiere operazioni che comportano una sostanziale modificazione dell'oggetto sociale o una rilevante modificazione dei diritti dei soci": pertanto, una certa coerenza della riforma fallimentare con la citata norma avrebbe dovuto semmai imporre l'attribuzione ai soci del potere di chiedere o meno il concordato, costituendo senza dubbio l'accesso al medesimo una "rilevante modificazione dei diritti dei soci".

Invero, la ragione della "destituzione eccezionale" dei soci ad opera della legge fallimentare ⁽¹⁷⁾ va proprio ritrovata nella circostanza

dunque, la *ratio* della competenza dei soci a deliberare a maggioranza sia la trasformazione che la deliberazione della proposta di concordato appare dunque essere, da un lato, il *favor* per il mutamento evolutivo dell'ente; dall'altro, l'urgenza, nell'ambito di una grave crisi finanziaria, di evitare l'aggravarsi del dissesto.

¹⁶ Cfr. CALANDRA BUONAURA, *La gestione societaria dell'impresa in crisi*, cit., p. 2598. È stato inoltre osservato che anche nel tipo azionario, "soprattutto nelle società chiuse e nelle società in mano pubblica (entrambe tuttora ben presenti nella realtà italiana), la prassi statutaria conosceva una significativa diffusione di clausole attributive della competenza all'assemblea in materia gestionale, a dimostrazione che pure in ambito azionario, e non solo nelle s.r.l., le istanze partecipative dei soci trovavano ampio riscontro e corrispondevano ad esigenze avvertite sul piano della prassi societaria. E del resto, la stessa introduzione della s.p.a. unipersonale (art. 2325, comma 2, c.c.) e di più ampi margini per le limitazioni statutarie alla circolazione delle azioni (art. 2355-bis c.c.), dimostrano come l'eterogeneità tipologica delle società per azioni sia rimasta intatta, e forse anche rafforzata, dopo la riforma del 2003": così ABBADESSA – MIRONE, *Le competenze dell'assemblea nelle s.p.a.*, cit., p. 270 ss.

¹⁷ Invero, è stato notato che la disposizione di cui all'art. 152 comma 2 l.f., nell'attribuire agli amministratori il potere di decidere la proposta e le condizioni del concordato, sembra riferirsi soprattutto al *quomodo* della proposta e non necessariamente all'*an* (ROSSI A., *La governance dell'impresa in fase di*

che, rischiando la grave crisi finanziaria di pregiudicare in via principale e immediata i finanziatori terzi, se la decisione sull'ingresso o meno a una procedura regolata della crisi fosse lasciata alla competenza dei soci, questi potrebbero porre in essere comportamenti

ristrutturazione, Paper presentato in occasione del III Convegno annuale dell'Associazione dei Professori Universitari "Orizzonti del Diritto Commerciale" presso l'Università di Roma Tre, 21-22 febbraio 2014, p. 7). Perciò, se si condivide l'opinione per la quale tra gli "opportuni provvedimenti" ex art. 2446, comma 1, c.c. possa rientrarvi anche l'adozione di scelte aziendali e di politica commerciale (in questo senso, prima della riforma, CALANDRA BUONAURA, *Gestione dell'impresa*, cit., p. 117 ss.; TETI, *Il capitale nominale*, cit., p. 178 ss.; ABBADESSA, *L'assemblea: competenza*, cit., p. 60 ss.; post riforma, invece, NOBILI, *La riduzione del capitale*, cit., p. 329 ss.; PORTALE G.B., *Rapporti fra assemblea e organo gestorio*, cit., p. 27 ss.; ABBADESSA – MIRONE, *op. cit.*, p. 273 ss.), potrebbe non sembrare irragionevole che l'assemblea, convocata al di fuori di una procedura dagli amministratori ai sensi della citata disposizione, possa deliberare anche la proposta e le condizioni del concordato. In tal caso, peraltro, appare plausibile che gli amministratori saranno portati ad agire in esecuzione della delibera, anche perché il solo deposito di domanda protettiva è in grado di interrompere l'operatività della disposizione di cui all'art. 2484 n. 4, che costituisce il primo titolo di responsabilità degli amministratori in caso di fallimento della società. Tuttavia, va altresì notato che gli effetti protettivi garantiti dall'art. 182-sexies l.f. incentivano probabilmente gli amministratori a far emergere tempestivamente lo stato di crisi mediante la deliberazione della proposta di concordato anziché mediante la convocazione dell'assemblea ex art. 2446, comma 1, c.c.: così ROSSI A., *La governance dell'impresa in fase di ristrutturazione*, cit., p. 7 ss., il quale rileva, tuttavia, che la protezione accordata dall'art. 182-sexies l.f. può comportare il rischio di un'inefficiente corsa al deposito di poco meditate domande di concordato preventivo con riserva ai sensi dell'art. 161, comma 6, l.f., le quali non richiedono una previa seria verifica dei dati aziendali e delle concrete possibilità di ristrutturazione del debito ma, comunque, ricevono protezione. Cfr. altresì SACCHI, *La responsabilità gestionale nella crisi*, cit., p. 314 ss. Peraltro, che la Riforma della legge fallimentare, nonostante le ambizioni, non sia riuscita a rinnovare in modo soddisfacente non solo il meccanismo delle competenze in relazione all'accesso delle procedure, ma proprio la lacunosità dell'intero sistema della crisi e dell'insolvenza delle società, è per il vero un dato di fatto diffusamente criticato in dottrina: cfr. al riguardo NIGRO, *Diritto societario e procedure concorsuali*, in AA.VV., *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum G.F. Campobasso, diretto da Abbadessa – Portale, I, Torino, 2006, p. 175 ss.; RESCIGNO M., *Rapporti e interferenze fra riforma societaria e fallimentare*, in *Il nuovo diritto fallimentare. Commentario*, diretto da Jorio, Bologna, 2007, II, p. 2120 ss.; GUERRERA, *Commento all'art. 152 l.f.*, ivi, p. 2202 ss.; PORTALE G.B., *La legge fallimentare rinnovata: note introduttive*, in *BBTC*, 2007, I, p. 368 ss.

opportunistic a spese dei creditori ⁽¹⁸⁾ (anche abusando del privilegio della responsabilità limitata ⁽¹⁹⁾). Perciò, con l'investitura di tale potere agli amministratori, si è inteso sottolineare il dovere e la responsabilità dei medesimi al fine d'individuare soluzioni eventualmente capaci di *conciliare* l'interesse dei soci con quello dei creditori al miglior soddisfacimento del proprio credito, in coerenza con il compito di protezione dell'interesse dei creditori che caratterizza la gestione imprenditoriale dell'impresa in grave crisi finanziaria ⁽²⁰⁾. In altri

¹⁸ Per il problema degli azzardi morali dei soci e i relativi riferimenti, si rimanda alle prime pagine del cap. I (in particolare nt. 2, 3 ss.). Altre ragioni dell'inversione di competenza *de qua* sono state individuate nell'esigenza di rapidità che molte volte caratterizza la grave crisi finanziaria o, anche, d'impedire "che un ingiustificato ostruzionismo assembleare possa aggravare una situazione di crisi cui un concordato può porre rimedio". Così DE LUCA, *Riduzione del capitale ed interessi protetti. Un'analisi comparatistica*, in *Riv. dir. civ.*, 2010, II, p. 596, nt. 117.

¹⁹ Se il possibile abuso della responsabilità limitata può essere una delle ragioni dell'inversione di competenza *de qua*, allora vi è una discrasia di non poco conto con la disciplina delle società di persone: poiché in queste *post* riforma la competenza in materia è rimasta dei soci, se la responsabilità illimitata che caratterizza *tendenzialmente* questo tipo societario dovrebbe allora scongiurare il rischio di abusi a danno dei creditori, si pensi d'altro canto ai patti limitativi di responsabilità che solo nella società in nome collettivo non sono opponibili ai terzi, ai soci accomandanti di società in accomandita semplice, i quali godono della responsabilità limitata, nonché ai soci società di capitali. La differenziazione di competenze in base alla tipologia societaria (capitalistica *vs.* personalistica) costituisce pertanto una scelta dai caratteri affatto particolari, presentando elementi d'incoerenza non proprio di secondaria importanza che non potrebbero nemmeno essere risolti con un rovesciamento di poteri, nelle società di persone, nel medesimo senso di quanto previsto dalla riforma fallimentare per le società di capitali, essendo nelle prime i soci normalmente anche amministratori della società.

²⁰ Cfr. CALANDRA BUONAURA, *La gestione societaria dell'impresa in crisi*, in *Società, banche e crisi d'impresa*, cit. Perciò oggi lo strumento concordatario sarebbe "aperto a qualsiasi formula [purché] atta a conseguire l'obiettivo primario del soddisfacimento dei creditori": cfr. GUERRERA – MALTONI, *Concordati giudiziali e operazioni societarie di "riorganizzazione"*, cit. Cfr. altresì KALLS – ADENSAMER – OELKERS, *Director's Duties in the Vicinity of insolvency – a comparative analysis with reports from Germany, Austria, Belgium, Denmark, England, Finland, France, Italy, the Netherlands, Norway, Spain and Sweden*, in LUTTER (Ed.), *Legal Capital in Europe*, Berlin, 2006, p. 112 ss.; ARMOUR – HERTIG – KANDA, *Transactions with Creditors*, in *The Anatomy of Corporate Law*, cit., p. 115 ss.; DAVIES, *Directors' Creditor-Regarding Duties*, cit., p. 309 ss.; WOOD, *Director Duties and Creditor Protections in the Zone of Insolvency: A Comparison of the United States, Germany,*

termini, all'opposto di quanto avviene nel diritto extra-concorsuale, ove gli amministratori di una società *in bonis* hanno come *obiettivo* la creazione di valore per i soci seppur nel *limite* della soddisfazione dei creditori, in ambito concorsuale, al contrario, è la necessità di soddisfare i creditori nel miglior modo possibile che assurge a *obiettivo* dell'operato degli amministratori. Eppure, anche qui appare necessario individuare un *limite*, speculare, rappresentato dall'interesse dei soci a vedere tutelato il proprio investimento. Il che non equivale ad affermare l'assoluta necessità di subordinare, in ambito concordatario, al consenso dei soci l'adozione di operazioni incidenti sulla struttura degli assetti societari (²¹) perché, evidentemente, la disciplina fallimentare prevale su quella civilistica come conseguenza dell'inversione di quello che dev'essere l'obiettivo primario di gestione (e cioè la miglior tutela dei creditori) (²²). Al contrario, vale piuttosto a dire che in una situazione di crisi non appare corretto escludere a priori una possibilità di tutela per l'interesse dei soci qualora il suddetto obiettivo sia raggiunto, e in particolare, come si vedrà meglio *infra*, nel caso in cui sussistano più alternative concordatarie concretamente praticabili nella neutralità per il soddisfacimento dei creditori, seppure, come si accennava, detta tutela sia suscettibile di ottenere un concreto riconoscimento in casi che non rientrano nell'*id quod plerumque accidit*.

and Japan, *Penn State International Law Review: Vol. 26: No. 1, Article 5*, reperibile su <http://elibrary.law.psu.edu>; KEAY, *A Theoretical Analysis*, cit.

²¹ Sull'assoluta inopportunità del subordinare al consenso dei soci le suddette operazioni, perché ciò si tradurrebbe sostanzialmente in un diritto di veto, FERRI G. *JR.*, *La struttura finanziaria*, cit. p. 484 ss.

²² Così FERRI G. *JR.*, *La struttura finanziaria*, cit., pp. 488-489.

2. (Segue) Il ruolo degli *stakeholders*: primato dei creditori ed evanescenza dei soci. Le criticità del diritto italiano.

Il nostro ordinamento, tuttavia, ha recentemente dimostrato di non tener adeguatamente in considerazione la necessità di una tutela dei soci né durante lo svolgimento né, tantomeno, in fase di esecuzione di una procedura tanto “grave” qual è il concordato preventivo.

Oggi, infatti, sono proprio quei soggetti meritevoli di prioritaria tutela, e cioè i creditori (specialmente quelli cd. forti) che risultano i veri protagonisti di tale procedura: per una via – per così dire – “fisiologica”, poiché lo stato di crisi e quello d’insolvenza “abbattono la barriera organizzativa che normalmente preclude ai ‘non possessori’ di aliquote del capitale sociale di interferire nelle scelte gestorie e auto-regolamentari degli organi della società” ⁽²³⁾; per un’altra via, invece, “indotta”, poiché la recente riforma fallimentare ha clamorosamente ribaltato quella radicata tendenza – non solo italiana – per cui, in passato, lo spossessamento del debitore a seguito dell’apertura di una procedura concorsuale poteva riguardare solo il patrimonio e non, invece, le partecipazioni dei soci, i quali rimanevano gli unici titolari del potere di disporne ⁽²⁴⁾.

²³ Così GUERRERA – MALTONI, op. cit.; STANGHELLINI, *Proprietà e controllo dell’impresa in crisi*, cit., p. 145 ss.

²⁴ Cfr. BENEDETTI, *La posizione dei soci nel risanamento della società in crisi: dal potere di veto al dovere di sacrificarsi (o di sopportare)* (Aufopferung- o Duldungspflicht)?, *paper* presentato in occasione del VII Convegno annuale dell’Associazione dei Professori di Diritto Commerciale “Orizzonti del Diritto Commerciale”, *L’influenza del diritto europeo sul diritto commerciale italiano: valori, principi, interessi*, Roma, 26-27 febbraio 2016, p. 22 ss. Potendo il concordato incidere profondamente sull’intera struttura societaria, in passato era infatti ben lungi dall’opinione diffusa (ad eccezione, tra gli altri, di FERRI G. JR., *La struttura finanziaria della società in crisi*, cit., p. 480 ss., che si rivelò in un certo senso profetico) l’idea che l’assemblea potesse non essere coinvolta nel concordato, soprattutto ove questo non avesse un mero contenuto liquidatorio ma contenesse un piano di riorganizzazione dell’impresa: al riguardo v. GUERRERA – MALTONI, *Concordati giudiziali*, cit., p. 1000 ss. Con riferimento invece al sistema tedesco, v. BECKER, *Kooperationspflichten in der Konzerninsolvenz*, Köln, 2012.

Il D.L. 27 giugno 2015 n. 83, convertito, con modificazioni, dalla L. 6 agosto 2015 n. 132, ha infatti apportato varie innovazioni alla disciplina del concordato preventivo, specie introducendo, per quel che qui interessa, un quarto comma nel testo dell'art. 163 (rubricato ora "Ammissione alla procedura e proposte concorrenti") il quale consente a uno o più creditori che rappresentino almeno il 10% dei crediti risultanti dalla situazione patrimoniale depositata ai sensi dell'art. 161, comma 2, lett. a) (anche per effetto di acquisti successivi alla presentazione della domanda di cui all'articolo 161 l.f.), di presentare una proposta concorrente di concordato preventivo e il relativo piano non oltre 30 giorni prima dell'adunanza dei creditori ⁽²⁵⁾. Tuttavia, se nella relazione *ex art.* 161, comma 3, il professionista attesta che la proposta di concordato del debitore assicura il pagamento di almeno il 40% dell'ammontare dei crediti chirografari o, nel caso di concordato con continuità aziendale di *ex art.* 186-bis l.f., di almeno il 30% dell'ammontare dei crediti chirografari, le proposte di concordato concorrenti non sono ammissibili ⁽²⁶⁾.

²⁵ A differenza di quanto previsto dall'art. 163-bis, comma 2, l.f. in tema di *offerte* concorrenti, non è necessario che la *proposta* concorrente sia omogenea a quella del debitore o con questa immediatamente confrontabile (per cui se il debitore ha presentato una proposta di concordato con continuità aziendale, il creditore può presentare una proposta di tipo liquidatorio e viceversa). Sulle proposte concorrenti, v. D'ATTORRE, *Le proposte di concordato preventivo concorrenti*, in *Fallimento*, 2015, p. 1168 ss.; GALLETTI, *Le proposte concorrenti nel concordato preventivo*, in www.ilfallimentarista.it. Un'altra rilevante innovazione del D.L. n. 83/2015, tra l'altro, è rappresentata dalla necessità che la proposta di concordato assicuri *in ogni caso* il pagamento di *almeno* il 20% dell'ammontare dei crediti chirografari (sebbene tale disposizione non si applichi al concordato con continuità aziendale di cui all'articolo 186-bis), innovazione che, da un lato, potrebbe denotare un'accresciuta (invero, mai come prima) attenzione del legislatore per il maggior soddisfacimento possibile dei creditori falcidiati; dall'altro lato, invece, potrebbe anche far sorgere il dubbio che il legislatore ritenga poco capaci il debitore e (soprattutto) i creditori di negoziare condizioni concordatarie soddisfacenti: in quest'ultimo senso, ROSSI A., *Il contenuto delle proposte concorrenti nel concordato preventivo (prime riflessioni)*, in *Crisi d'Impresa e Fallimento* (<http://www.ilcaso.it/crisidimpresa.php>), 23 novembre 2015, p. 1, nt. 1.

²⁶ Com'è stato giustamente notato, "ciò, peraltro, attiva incentivi perversi: se un debitore non è in grado di formulare una proposta di concordato in continuità

aziendale che assicuri il pagamento di almeno il 30% dei creditori chirografari (che impedisce la formulazione di proposte concorrenti *ex art.* 163 c. 5° l. fall.), sarà portato a consumare il proprio patrimonio sino a che una sua eventuale liquidazione non consenta un soddisfacimento dei chirografari di almeno il 20%, rendendo così inammissibile una proposta concorrente liquidatoria che non preveda alcuna risorsa esterna”: così ROSSI A., *Il contenuto delle proposte concorrenti*, cit., p. 3, nt. 8, il quale opera, con il citato lavoro, una critica sferzante (che si condivide) della recente riforma: innanzitutto, sul fatto che il legislatore, prima di procedere alla riforma attuata col D.L. 27 giugno 2015 n. 83 (di cui si discorre), abbia clamorosamente ed incomprensibilmente omesso, da un lato, di misurare adeguatamente il livello di gradimento, tra gli operatori del mercato, delle precedenti (e innumerevoli) riforme fallimentari, e, dall’altro, di coinvolgere in un proficuo dibattito la comunità professionale e accademica “nell’interesse collettivo alla migliore qualità del prodotto legislativo” (posto che lo Schema di disegno di legge delega circolava “in maniera carbonara tra gli addetti ai lavori”). A livello, poi, delle modifiche materialmente apportate alla legge fallimentare, l’Autore esprime poi forti perplessità in ordine ai seguenti aspetti: in primo luogo, in caso di presentazione di proposta concorrente, la relazione di attestazione richiesta dal comma 3 dell’art. 161 l.f., possa essere limitata alla fattibilità del piano per gli aspetti che non siano già oggetto di verifica da parte del commissario giudiziale e possa essere omessa qualora non ve ne siano (cfr. art. 163, comma 4 l.f.), ciò che ammette, in pratica, “che il creditore che formula la proposta concorrente si avvalga gratuitamente sia del lavoro svolto dal professionista attestatore, nominato (e pagato) dal debitore, sia dell’attività svolta dal commissario giudiziale (e pagata dalla massa dei creditori).

Non solo: tale circostanza è capace di incoraggiare proposte concorrenti di tipo *parassitario*, allorché il creditore “adotti *sic et simpliciter* il piano del debitore e le risultanze della relazione del commissario” (cfr. sempre ROSSI A., *Il contenuto delle proposte concorrenti*, cit., p. 6 ss. e SABATELLI, *Appunti sul concordato preventivo dopo la legge di conversione del D.L. n. 83/2015*, in *Crisi d’Impresa e Fallimento* (<http://www.ilcaso.it/crisidimpresa.php>), 13 novembre 2015), con effetti evidentemente disincentivanti l’utilizzo dello strumento concordatario, tenuto conto della grave difficoltà di presentare di una proposta *originale*, stanti i tempi assai ristretti della procedura. Più probabile (osserva sempre l’Autore), è la presentazione di una proposta *derivata*, “che tragga [cioè] spunto sia dalla proposta (e, soprattutto, dal piano) del debitore, sia dalle verifiche svolte dal commissario giudiziale nella propria relazione” (p. 6), oppure di una proposta “acquisitiva” o “assuntiva”, con cui il creditore s’impegna, direttamente o con l’intervento di un terzo, al soddisfacimento dei creditori in cambio del trasferimento dell’attivo del debitore (cfr. artt. 160, comma 1, lett. b) e 163, comma 5, l.f.). Per ulteriori commenti critici sul nuovo istituto delle proposte concorrenti, nonché sulle problematiche destinate dall’introduzione dell’istituto *de quo*, v. BOZZA, *Brevi considerazioni su alcune norme della ultima riforma*, in *Fallimenti e Società* (<http://www.fallimentiesocieta.it>), 2015, p. 12 ss.; D’ATTORRE, *Le proposte di concordato preventivo concorrenti*, cit., p. 1168 ss.; FABIANI, *Riflessioni sistematiche sulle addizioni legislative in tema di crisi di impresa*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2016, I, p. 19 ss.

Elemento, poi, di particolare “gravità” è certamente rappresentato dalla possibilità che la proposta concorrente del creditore preveda l'intervento di terzi e, se il debitore ha la forma di società per azioni o a responsabilità limitata, perfino un aumento di capitale della società con esclusione o limitazione del diritto d'opzione ⁽²⁷⁾, posto che non sembra che detta esclusione debba essere necessariamente prevista entro i limiti di cui agli artt. 2441 (per la S.p.A.) e 2481-*bis* (per la S.r.l.) c.c. (cfr. il comma 5 dell'art. 163, che nulla specifica al riguardo): per cui, l'esclusione o la limitazione del diritto di opzione sembra possibile, nelle S.p.A., *non solo* se le nuove azioni devono essere liberate mediante un conferimento in natura (art. 2441, comma 4, c.c.), *non solo* se l'interesse sociale lo esige (art. 2441, comma 5, c.c.) e *non solo* se le azioni vengono offerte in sottoscrizione ai dipendenti della società debitrice o di altre società che la controllano o sono dalla prima controllate (art. 2441, comma 8, c.c.). Nelle S.r.l., inoltre, la facoltà di esclusione del diritto di sottoscrizione non dovrà essere necessariamente prevista dall'atto costitutivo (cfr. art. 2481-*bis*, comma 1, c.c.) ⁽²⁸⁾; sicché non sembra che l'ipotesi di una proposta concorrente che preveda un aumento coatto di capitale sia così remota.

²⁷ Ove il patrimonio della società risultante in seguito all'aumento può ovviamente essere destinato sia al pagamento dei creditori concordatari sia alla conversione dei crediti concorsuali in capitale sociale (mediante compensazione del debito di cui è titolare della società con il debito del creditore derivante dalla sottoscrizione dell'aumento).

²⁸ In questo senso, GUIDOTTI, *Misure urgenti in materia fallimentare (D.L. 7 giugno 2015, n. 83): le modifiche alla disciplina del fallimento e le disposizioni dettate in tema di proposte concorrenti*, reperibile su www.ilcaso.it, p. 12 ss.; RATTI, *Commento all'art. 163 l.f.*, in *Nuova riforma del diritto concorsuale – Commento operativo sul d.l. 83/2015 conv. in l. 132/2015*, Torino, 2015, p. 137 ss.; D'ATTORRE, *Le proposte di concordato preventivo concorrenti*, cit.; BENEDETTI, *op. cit.*, p. 28 ss., il quale nota che nella disciplina delle s.r.l. l'art. 163, comma 5, l.f. sovverte completamente i principi di diritto societario sostanziale, tra cui la necessità che l'esclusione del diritto di sottoscrizione sia deliberata all'unanimità in assenza di una simile previsione all'interno di una clausola statutaria; o il divieto ex art. 2481-*bis*, comma 1, c.c., di escludere il diritto di sottoscrizione dei soci in caso di aumento diretto a ricostituire il capitale sceso al di sotto del minimo legale.

La portata di tale innovazione, poi, assume connotati ancor più gravi ove si ritenga, in modo peraltro condivisibile, che l'aumento forzoso possa essere previsto non solo dalla proposta concorrente del creditore, ma anche dalla proposta presentata dall'organo amministrativo della stessa società debitrice, non sembrando l'art. 163, comma 5, l.f. avere portata limitativa ⁽²⁹⁾.

Nonostante tale aumento coatto sia funzionale all'adempimento delle obbligazioni concordatarie da parte della società debitrice ⁽³⁰⁾, l'impatto che l'applicazione di questo istituto può avere sulla struttura societaria è decisamente notevole: infatti, essendo il debitore "tenuto a compiere ogni atto necessario a dare esecuzione alla proposta di concordato presentata da uno o più creditori" (art. 185, comma 3, l.f.), come peraltro a dare esecuzione alla proposta presentata da se medesimo ⁽³¹⁾ – pena, nel primo caso, l'imposizione di una vera e propria amministrazione giudiziaria ⁽³²⁾ e, nel secondo caso,

²⁹ In senso contrario, sulla base del tenore letterale delle norme che non consentono espressamente tale possibilità, D'ATTORRE, *op. ult. cit.*; in senso favorevole, CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI FIRENZE, PRATO E PISTOIA, [Aumento di capitale nel concordato preventivo a seguito del d.l. n. 83/2015 \(58/2015\)](#), Massima n. 2; BENEDETTI, *op. cit.*, p. 23 ss., secondo il quale l'art. 163, comma 5, l.f. non pare avere portata limitativa, anche alla luce di una comparazione con quanto previsto dal § 218 *InsO* tedesco e dall'art. L631-4 *cod. comm.* francese (ove l'aumento coatto può essere previsto anche dal debitore); per cui "se si consente a soggetti che non hanno nessun potere decisionale, per il diritto sostanziale, sulla struttura ed organizzazione della società, di proporre un'operazione del tipo di quella in esame, atta a sovvertirne gli assetti proprietari, appare irragionevole non attribuire la medesima potestà anche agli amministratori, che agiscono in nome e per conto dell'ente sulla cui organizzazione il provvedimento oggetto del piano va ad incidere".

³⁰ Cfr. ancora ROSSI A, *op. cit.*, p. 8 ss.

³¹ Cfr. anche lo *Schema di Disegno di Legge recante "Delega al Governo per la riforma organica delle discipline della crisi di impresa e dell'insolvenza"* presentato l'11 marzo 2016, art. 6, comma 2, lett. c).

³² Che ha il potere di sostituirsi sia all'organo amministrativo che non abbia provveduto alla convocazione dell'assemblea necessaria per l'adozione della deliberazione "forzata" prevista dal concordato omologato, sia agli aventi diritto al voto ove l'assemblea non abbia deliberato in modo conforme a quanto previsto dal concordato omologato. Cfr. anche CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI

l'autonoma esecuzione del concordato da parte degli amministratori ⁽³³⁾ – dopo l'omologa è ben possibile che il controllo dell'impresa passi dai soci (a questo punto “espropriati”) ai suoi creditori ⁽³⁴⁾.

Invero, anche i principali ordinamenti europei hanno dimostrato un certo *favor* per l'istituto dell'“esproprio concordatario” ⁽³⁵⁾. In

RIUNITI DI FIRENZE, PRATO E PISTOIA, [Aumento di capitale nel concordato preventivo a seguito del d.l. n. 83/2015 \(58/2015\)](#), Massima n. 3.

³³ Cfr. FERRI G. JR., *Soci e creditori nella struttura finanziaria della società in crisi*, in *Diritto societario e crisi d'impresa*, a cura di Tombari, Torino, 2014, p. 100 ss.

³⁴ Sui conflitti tra la normativa fallimentare e le regole di diritto societario comune in tema di procedimento decisionale delle operazioni straordinarie, causati dalla “doverosità” nell'esecuzione del concordato, v. PINTO, *Concordato preventivo e organizzazione sociale*, in *Riv. soc.*, 2017, I, p. 100 ss., p. 105 ss.

³⁵ Va precisato che le discipline europee in tema di *Corporate Reorganization* hanno tratto ispirazione dal *Title 11 – Chapter 11* del *United States Bankruptcy Code*, introdotto con la riforma del *Bankruptcy Code* del 1978, che consente di operare una “*reorganization bankruptcy*” to keep the business alive”, per cui lo scopo della disciplina ivi delineata è la riorganizzazione dell'impresa e non la sua liquidazione. Il “*chapter 11 case*” è attivabile attraverso una *petition* sia dalle società, dagli imprenditori individuali, dai privati cittadini (anch'essi, nell'ordinamento statunitense, soggetti al fallimento), sia dai creditori. Il “*chapter 11 debtor*” rimane solitamente in possesso di tutti i suoi beni, ma viene sottoposto al controllo della *bankruptcy court*. Il *Chapter 11*, inoltre, contiene al § 1129 quel noto meccanismo che consente di imporre giudizialmente una riorganizzazione finanziaria nel caso in cui non venga approvato consensualmente un piano (cd. “*cramdown*”). A proposito di “*How Chapter 11 Works*”, v. anche la chiara e precisa esplicazione operata dalle *United States Courts* sul relativo sito istituzionale: www.uscourts.gov. Nella dottrina nordamericana, v. KLEE, *All You Ever Wanted to Know About Cram Down Under the New Bankruptcy Code*, in *Am. Bankr. L. J.*, (53), 1979, p. 133 ss.; FORTGANG – KING, *The 1978 Code: Some Wrong Policy Decisions*, 56 *N. Y U. L. Rev.*, (1148), 1981; KENNEDY, *Foreword: a brief history of the Bankruptcy Reform Act*, in *North Carolina L. Rev.*, Vol. 58, 1979-1980, p. 667 ss.; BEBCHUK, *A new approach to corporate reorganizations*, in 101 *Harvard L. Rev.* 775 (1988); BROUDE, *Reorganizations Under Chapter 11 of the Bankruptcy Code*, in *L. J. Seminars Press*, New York, 1990; FORTGANG – MAYER, *Trading Claims and Taking Control of Corporations in Chapter 11*, in *Cardozo L. Rev.* (12), 1990; CHARLES, *Trading Claims in Chapter 11 Cases: Legal Issues Confronting the Postpetition Investor*, in *Ann. Surv. Am. L.*, 1991, p. 261 ss.; BRADLEY – ROSENZWEIG, *The Untenable Case for Chapter 11*, in *Yale L. J.* (101), 1992, p. 1043 ss.; HOTCHKISS – MOORADIAN, *Acquisitions as a means of restructuring firms in Chapter 11*, in 7 *Journ. Fin. Int.* 1 (1998); ROE, *Corporate reorganization and Bankruptcy (legal and financial materials)*, New York, 2000; BAIRD – RASMUSSEN, *Control rights, priority rights and conceptual foundations of corporate reorganizations*, in 87 *Virginia L. Rev.* 921 (2001); GILSON, *Creating value through corporate*

Francia, tuttavia, la disciplina è più garantista per il socio rispetto alla legge italiana, giacché il nuovo art. L631-19-2 del *Code de commerce*, introdotto dall'art. 238 della *Loi* n. 2015-990 del 6 agosto 2015 (cd. *Loi Macron*) e riguardante il *redressement judiciaire* ⁽³⁶⁾, in caso di aumento di capitale con sottoscrizioni in denaro prevede sempre il diritto d'opzione per i soci (“*Si l’augmentation de capital est souscrite par apports en numéraire, les actions émises sont offertes par préférence aux actionnaires, proportionnellement à la partie du capital représentée par leurs actions*”) ⁽³⁷⁾. Solo ed esclusivamente in seconda battuta è possibile prevedere la *cession forcée* delle partecipazioni dei soci che non abbiano esercitato il diritto d'opzione (“*ayant refusé la modification de capital*”) a soggetti impegnati a dare esecuzione al piano di *redressement* (“*au profit des personnes qui se sont engagées à exécuter le projet de plan*”) con il pagamento di un prezzo concordato o, comunque, rimesso alla valutazione di un perito, intendendo con ciò agevolare il proseguimento dell'attività d'impresa mediante l'esclusione dei soci *récalcitrants* che non intendono sottoscrivere un aumento di capitale

restructuring, New York – Toronto, 2001, p. 15 ss.; PARTEE – BERNSTEIN, *Confirmed Chapter 11 Plan, But in Distress Again. The available option under the Bankruptcy Code*, in www.hunton.com, 29 giugno 2009. Nella letteratura italiana v. CASTAGNOLA, *La nuova disciplina del fallimento negli Stati Uniti*, in *Giur. comm.*, I, 1987, p. 319 ss.; MARELLI, *La procedura di riorganizzazione prevista nel capitolo 11 del Bankruptcy Code degli Stati Uniti*, in *Rivista di diritto processuale*, 1995, p. 809 ss.; FERRI C., *L'esperienza del Chapter 11. Procedura di riorganizzazione dell'impresa in prospettiva di novità legislative*, in *Giur. comm.*, 2001, I, 65 ss.

³⁶ Ex art. L631-1 *cod. comm.*, il *redressement judiciaire*, è una procedura “*destinée à permettre la poursuite de l’activité de l’entreprise, le maintien de l’emploi*”, proprio come la *Reorganization* prevista dal *Chapter 11* (v. nt. precedente). Sulle innovazioni apportate dalla *Loi Macron*, in particolare sull’“*Efficacité renforcée des procédures de sauvegarde, de redressement judiciaire, de rétablissement professionnel et de liquidation judiciaire*”, v. anche il *SÉNAT (France), Projet de loi pour la croissance, l’activité et l’égalité des chances économiques: Rapport*., disponibile su www.senat.fr.

³⁷ Va invece precisato che il diritto d'opzione non spetta nel caso in cui l'aumento di capitale debba essere attuato mediante “conversione” dei debiti in azioni (ovvero mediante compensazione del debito della società con il debito del terzo creditore derivante dalla sottoscrizione dell'aumento di capitale).

(³⁸). Se la *cession forcée* sembra all'evidenza essere stata introdotta per evitare la *liquidation judiciaire*, essa è stata fortemente criticata dai ferventi sostenitori del diritto di proprietà (³⁹), ma è stata poi

³⁸ Già precedentemente, infatti, l'*Ordonnance* n. 2014-326 del 12 marzo 2014 riguardante "*la prévention des difficultés des entreprises et des procédures collectives*" (in applicazione della *loi* n. 2014-1 du 2 janvier 2014 che ha introdotto il nuovo art. 631-9-1 nel *Code de commerce*) aveva introdotto la possibilità per un *créancier – membre du comité de créanciers – de proposer un plan de redressement différent de celui du débiteur, prévoyant de racheter des titres d'associés existants ou encore de souscrire à une augmentation du capital. Ils pouvaient ainsi proposer de remplacer ou de diluer les actionnaires en place. Cependant, ces derniers pouvaient toujours s'opposer au plan proposé par les créanciers en refusant de voter la modification du capital social*. Inoltre, sempre all'interno della procedura di *redressement judiciaire*, si prevede che, se il capitale non può essere ricostituito ex art. L626-3 *cod. comm.*, l'amministratore giudiziario può chiedere che venga nominato un *mandataire ad hoc*, il quale ha anche il potere di votare, in luogo dei soci che si oppongono al *projet du plan*, per la ricostituzione del capitale fino ad un importo minimo previsto dal medesimo articolo, qualora sia previsto un aumento di capitale a favore di coloro che si impegnino a rispettare il piano stesso.

³⁹ Si osserva, ad esempio, che la garanzia del diritto d'opzione ai soci potrebbe non essere di effettiva utilità, perché potrà verosimilmente accadere che i soci non abbiano le necessarie disponibilità economiche per sottoscrivere l'aumento. Per una critica alla riforma in discorso, v. MARTINEZ – VERMEILLE, *La réforme en cours du droit des entreprises en difficulté: quand la Constitution s'en mêle*, in *Droit e Croissance – Revue Trimestrielle du Droit Financier*, 2014, n. 2; VERMEILLE, *Les effets pervers du dispositif du projet de loi «Macron» relatif à l'éviction des actionnaires en plan continuation: les limites d'une réforme incrémentale du droit des faillites*, in *DC – RTDF*, 2015, n. 1; ID., *Le volet droit des faillites de la loi "Macron": une intention louable au départ, mais un résultat dangereux à l'arrivée*, in *Recueil Dalloz*, 19 février 2015, n. 7, p. 4 ss. Va invece invece osservato che in Spagna, a seguito delle innovazioni apportate alla *Ley Concursal* ad opera del *Real decreto* 4/2014, non è prevista alcuna forma di "espropriazione forzata" delle partecipazioni dei soci, ma solo una sorta di responsabilità patrimoniale in caso di "*concurso culpable*" della società, cioè nel caso in cui "*la generación o agravación del estado de insolvencia hubiera mediado dolo o culpa grave del deudor*" (cfr. art. 164 *l. conc.*): precisamente, quando i soci abbiano negato "*sin causa razonable a la capitalización de créditos o una emisión de valores o instrumentos convertibles y ello hubiera frustrado la consecución de un acuerdo de refinanciación de los previstos en el artículo 71 bis.1 o en la disposición adicional cuarta o de un acuerdo extrajudicial de pagos*" (cfr. l'art. 165.2 *l. conc.*). In questo caso, i soci dovranno pagare "*la cobertura, total o parcial, del déficit*" da loro causato (art. 172 *bis*, 1). In argomento, v. MÁRIN DE LA BÁRCENA, *Obstaculización de acuerdos de refinanciación y calificación culpable del concurso*, in *Nuevo Marco Aplicable a las Operaciones de Reestructuración: análisis técnico de la reforma introducida por el Real Decreto Ley 4/2014*, giugno 2014, p. 29 ss.; CARRASCO PERERA, *El "valor de la garantía real" y el "sacrificio desproporcionado" en los acuerdos de refinanciación del RD Ley 4/2014*, giugno 2014,

dichiarata conforme ai principi costituzionali francesi (in particolare all'art. 17 *DDHC*) dal *Conseil constitutionnel*, il quale ha chiarito che tale istituto è giustificato dall'*intérêt general* e che, comunque, il suo campo d'applicazione è limitato da criteri rigorosi per sottolinearne il carattere eccezionale ⁽⁴⁰⁾: infatti, la disposizione in esame si applica

ivi, p. 34 ss., entrambi reperibili al link www.gomezacebo-pombo.com; ID., *Comentario a la Reforma Concursal del Real Decreto Ley 11/2014*, in www.gomezacebo-pombo.com; PÉREZ BENÍTEZ, *¿En qué supuestos podrá el socio negarse razonablemente a capitalizar su crédito en un acuerdo de refinanciación?; ¿podrá un acreedor negarse a capitalizar su crédito en el convenio?*, in *Revista de Derecho Mercantil*, 1° gennaio 2016, reperibile su www.elderecho.com; RECAMÁN GRAÑA, *Conversión de deuda en capital, responsabilidad concursal e interés social en la crisis (reflexiones en torno al interés social en procesos de reestructuración)*, in *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil – Universidad Complutense de Madrid*, n. 2015/96, ottobre 2015, reperibile su eprints.ucm.es. Sul *concurso culpable* del debitore, v. già GARCÍA-CRUCES, *El problema de la represión de la conducta del deudor común*, in *La Reforma de la Legislación Concursal*, diretto da Rojo Fernández-Río, Madrid, 2003, pp. 247 – 321, consultabile su www.unizar.es.

⁴⁰ Il 15 luglio 2015, i senatori dei gruppi “*Les Républicains*” e “*UDI-UC*” hanno adito il *Conseil Constitutionnel* per censure d'incostituzionalità della norma in discorso, affermando che la *cession forcée* è non soltanto un attentato al diritto di proprietà, giacché assomiglia a un vero esproprio, ma addirittura è capace di privare i soci di un principio fondamentale del diritto societario, un “*élément substantiel du droit de propriété attaché à la détention des actions. le droit de vote*”; inoltre, si tratterebbe di una disposizione contraria al diritto dell'Unione Europea, anche alla luce delle sentenze della Corte di Giustizia, che già parecchi anni addietro, con le sentenze Vasko (24 marzo 1992) e Pafitis (12 marzo 1996), aveva dichiarato l'illegittimità di una legge greca che permetteva a un commissario provvisorio di decidere l'aumento di capitale di un'impresa in difficoltà. Il Consiglio ha tuttavia respinto le suddette censure d'incostituzionalità, affermando che le misure adottate dalla *Loi Macron* sono di carattere eccezionale, giustificate dall'interesse generale e riservate alle imprese “*sensibles*”. Cfr. *Cons. cost.*, 5 août 2015, no 2015-715, reperibile su www.conseil-constitutionnel.fr; e in *JCP E* 2015, 1461, *obs.* CERATI-GAUTHIER (*Loi Macron. Les mécanismes de dilution forcée et de cession forcée ne sont pas contraires à la Constitution*); BLANC, *Le dispositif de la loi Macron relatif aux entreprises de plus de cent cinquante salariés*, *D.* 2015, p. 2460 ss. Per il vero, altra parte della dottrina francese ha accolto con favore la novella, sulla base della considerazione che, comunque, in una procedura collettiva le parti maggiormente lese rimangono (tendenzialmente) sempre i creditori. Cfr. DEGENHARDT, *La «hiérarchie du bec» toujours renversée en procédure collective? – Loi Macron et procédure collective: réactions et perspectives*, in *Bulletin Joly Entreprises en difficulté*, 01/11/2015, n. 6, p. 432 ss., il quale si rammarica che la disciplina francese non abbia preso spunto dal diritto tedesco, in particolare dal § 254 *InsO* (su cui v. anche *infra*, in questo paragrafo). Anzi, secondo un'opinione, sarebbe possibile una

solo “lorsque la cessation d’activité d’une entreprise d’au moins cent cinquante salariés ou constituant, au sens de l’article L. 2331-1 du code du travail, une entreprise dominante d’une ou de plusieurs entreprises dont l’effectif total est d’au moins cent cinquante salariés est de nature à causer un trouble grave à l’économie nationale ou régionale et au bassin d’emploi et si la modification du capital apparaît comme la seule solution sérieuse permettant d’éviter ce trouble et de permettre la poursuite de l’activité, après examen des possibilités de cession totale ou partielle de l’entreprise” (cfr. art. L631-19-2).

Se dunque una disposizione di tal genere (che pur garantisce – quasi – sempre in prima battuta il diritto d’opzione ai soci) ha suscitato simili reazioni nella dottrina francese, *qui sait* se in Francia fosse stata introdotta una norma come il nostro art. 163, comma 5, l.f., che consente l’esproprio dei soci in assenza di alcuna giustificazione di carattere eccezionale e indipendentemente dalle dimensioni dell’impresa.

Ancor prima, in Germania, il *Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen (ESUG)*, entrato in vigore il 1° marzo 2012, ha modificato in varie parti l’*Insolvenzordnung* ⁽⁴¹⁾, prevedendo in particolare, al § 225a *InsO (Rechte der Anteilsinhaber)*, l’“esproprio” dei soci in via concordataria, *rectius* la possibilità di conversione dei

tale espropriazione dei soci anche in assenza dell’“*utilité publique*” richiesta dall’art. L631-19-2: cfr. PÉROCHON, *Entreprises en difficulté*, Paris, 2014, p. 477 ss.

⁴¹ Riforma voluta da Angela Merkel fin dal 2009, l’*ESUG* trae ispirazione dal *Gesetz zur Reorganisation von Kreditinstituten (KredReorG)* e si propone come obiettivo quello di facilitare le procedure di ristrutturazione delle imprese ai fini dell’adozione di un efficace *Sanierungsplan*, attraverso, in particolare, un incremento del ruolo dei creditori e (come si vedrà subito dopo nel testo) l’eliminazione del potere di veto dei soci rispetto all’attuazione di una determinata procedura di risanamento. Sull’*Insolvenzordnung* (in vigore dal 5 ottobre 1994), v. già HÄSEMEYER, *Insolvenzrecht*, 2 Aufl., Köln–Berlin–Bonn–München, 1998, p. 580 ss.; EIDENMÜLLER, *Gesellschafterstellung und Insolvenzplan*, in *ZGR*, 2001, p. 680 ss.; SMIDD – RATTUNDE, *Der Insolvenzplan*, Stuttgart, 2005. Nella letteratura italiana, GUGLIELMUCCI (a cura di), *La legge tedesca sull’insolvenza*, Milano, 2000, p. 16 ss.

crediti in partecipazioni o diritti sociali attraverso un aumento di capitale che preveda l'esclusione del diritto di opzione (*“den Ausschluss von Bezugsrechten”*) dei soci (*“im gestaltenden Teil des Plans kann vorgesehen werden, dass Forderungen von Gläubigern in Anteils- oder Mitgliedschaftsrechte am Schuldner umgewandelt werden”*), giacché nel piano può prevedersi qualsiasi regolamento (purché ovviamente *“gesellschaftsrechtlich zulässig”*, ossia consentito dal diritto societario), come ad esempio il trasferimento a terzi delle partecipazioni sociali o di diritti sociali (*“die Übertragung von Anteils- oder Mitgliedschaftsrechten”*)⁽⁴²⁾.

La disciplina italiana potrebbe quindi dirsi fin qui molto simile a quella tedesca, se non fosse per la monumentale differenza che in Germania, a seguito dell'entrata in vigore dell'*ESUG*, i soci sono stati equiparati ai creditori nel coinvolgimento nel processo decisionale che porta all'approvazione di un *Insolvenzplan*: i soci, cioè, *partecipano all'Insolvenzplanverfahren* ed hanno perciò il diritto, al pari di tutti i creditori, di *votare* per l'approvazione o meno della proposta in una classe (necessariamente) separata (*ex § 222*)⁽⁴³⁾. Inoltre, l'*InsO* assicura ai soci una tutela del proprio *Erhaltungsinteresse* (interesse al mantenimento della partecipazione) mediante, in particolare, il *diritto di opposizione* al piano approvato dalla maggioranza degli aventi diritto⁽⁴⁴⁾. Va precisato che, a seguito della Raccomandazione CE

⁴² Oltre ovviamente a tutte le operazioni sul capitale: cfr. Il § 225a Abs. 2 (che parla di *“Kapitalherabsetzung oder –erhöhung”*). V. VON SPEE, *Gesellschafter im Reorganisationsverfahren*, Köln, 2014.

⁴³ Si ricorda, peraltro, che per l'approvazione del piano il § 244 Abs. 1 richiede una doppia maggioranza, e cioè che in ogni gruppo di voto la maggioranza degli aventi diritto approvi il piano (*die Mehrheit der abstimmenden Gläubiger dem Plan zustimmt*) e che la somma delle pretese dei soggetti che hanno votato favorevolmente sia più della metà del totale delle pretese dei soggetti votanti (*“die Summe der Ansprüche der zustimmenden Gläubiger mehr als die Hälfte der Summe der Ansprüche der abstimmenden Gläubiger beträgt”*).

⁴⁴ Secondo un'opinione recente (GRÜNEWALD, *Mehrheitsherrschaft und insolvenzrechtliche Vorauswirkung*, cit. in *der Unterteilnehmenssanierung*, in *Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht*, 20, 2015), il fondamento di tale scelta

n. 2014/135/UE e su ispirazione, anche in questo caso, dell'istituto del *cram down* statunitense, il § 245 *InsO* ha giustamente introdotto a carico dei soci un “divieto di azzardo morale” sotto forma di un “divieto di ostruzione” (*Obstructionverbot*) all’approvazione di un piano di risanamento presentato da una determinata maggioranza di creditori se questo (tra l’altro) garantisce presumibilmente, per i membri del gruppo opponente (ad esempio, dei soci), un trattamento non meno favorevole di quello che essi potrebbero ottenere nel caso in cui non fosse stato presentato alcun piano e, dunque, sostanzialmente in caso di fallimento e liquidazione della società ⁽⁴⁵⁾ (similmente, tra l’altro, al nostro art. 180, comma 4, l.f., che parla di “alternative concretamente praticabili”). Ciò posto, il § 251 *Abs. 1 InsO* permette anche ai soci di chiedere al tribunale di rifiutare l’omologazione ai sensi del § 248: tuttavia, essi devono dimostrare che l’approvazione del piano li

legislativa risiederebbe sostanzialmente nel fatto che col verificarsi dell’insolvenza materiale della società debitrice si viene a creare una sorta di gruppo tra i soci e i creditori (ossia un insieme di soggetti titolari di diversi interessi individuali ma riuniti in un unico complesso volto a perseguire un fine comune), in particolare un “gruppo d’insolvenza” (*Insolvenzgruppe*), caratterizzato dall’insufficienza del patrimonio debitorio per l’adempimento di tutti i debiti, per cui all’interno di una procedura regolata della crisi si rende necessaria la decisione a maggioranza (*mehrheitliche Beschlussfassung*) di tutti i *Gruppenmitglieder* in virtù del *Gebot der grundsatzlichen Gleichbehandlung* (principio della fondamentale parità di trattamento).

⁴⁵ Infatti, il § 245 *InsO* prevede tra l’altro che “*Auch wenn die erforderlichen Mehrheiten nicht erreicht worden sind, gilt die Zustimmung einer Abstimmungsgruppe als erteilt wenn 1. die Angehörigen dieser Gruppe durch den Insolvenzplan voraussichtlich nicht schlechter gestellt werden, als sie ohne einen Plan stünden; (..) die Angehörigen dieser Gruppe angemessen an dem wirtschaftlichen Wert beteiligt werden, der auf der Grundlage des Plans den Beteiligten zufließen soll*”. Disposizione, dunque, molto simile al § 1129 del *U.S. Bankruptcy Code*, nella parte in cui prevede il cd. *cram down* (“*the court shall confirm a plan only if [...] with respect to each impaired class of claims or interests each holder of a claim or interest of such class [...] will receive or retain under the plan on account of such claim or interest property of a value, as of the effective date of the plan, that is not less than the amount that such holder would so receive or retain if the debtor were liquidated under [chapter 7 of this title](#) on such date*”). Con riferimento invece al classamento dei creditori, si noti che in Germania essa è obbligatoria *ex lege*: cfr. il § 222 *InsO*. Per il dibattito sull’obbligatorietà o meno della formazione delle classi nel nostro ordinamento, v. la successiva nt. 56.

sottoporrebbe a un trattamento peggiore (*Schlechterstellung*) rispetto al caso in cui fosse aperta la procedura di fallimento (ex § 251, Abs. 1, n. 2) ⁽⁴⁶⁾. Il medesimo presupposto è necessario anche per poter esperire successivamente un eventuale *Rechtsmittel* (reclamo) avanti al tribunale a causa della violazione delle norme di legge relative all'omologazione (cfr. il § 253).

Si tratta, dunque, di una tutela attivabile in casi limitati: sul presupposto che la partecipazione del socio debba essere stimata in base al valore di liquidazione (*Liquidationswert*) ⁽⁴⁷⁾, infatti, è del tutto plausibile che il *Plan* non preveda la corresponsione di alcuna indennità ai soci nel caso in cui il patrimonio sia a tal punto negativo che, ove la società fosse posta in liquidazione, i soci “perderebbero” comunque la loro partecipazione senza ricevere alcun pagamento: in sostanza, quindi, l'ammontare dell'indennità da “esproprio” potrà essere con tutta probabilità pari a zero ⁽⁴⁸⁾ (in questo caso, peraltro, va da sé che non vi sarà alcuno spazio per un'opposizione dei soci). Ciononostante, l'ordinamento tedesco quantomeno non impedisce a priori la possibilità (seppur straordinaria) di un controllo dei soci sul merito della proposta e soprattutto, ancor prima, permette loro di partecipare attivamente al concordato. L'*Insolvenzordnung*, cioè, consente sì l'“esproprio” dei soci e l'omologa (talvolta) per così dire “obbligata”, ma non escludendo *in toto* qualsivoglia forma di tutela per l'interesse del socio al mantenimento della partecipazione

⁴⁶ Inoltre, il § 251, Abs. 3, prevede che la domanda di rigetto dell'omologazione proposta dal socio debba essere respinta se nel *Plan* sono previsti dei meccanismi capaci di rimuovere l'eventuale *Schlechterstellung* del socio.

⁴⁷ E non in base al valore che potrebbe avere la partecipazione in caso di successo dell'*Insolvenzplan* (*Fortführungswert*), in quanto trattasi all'evidenza di un valore futuro. Così ad es. VON SPEE, *op. cit.*

⁴⁸ Soddisfando, inoltre, tale istituto il criterio dell'utilità pubblica, poiché in simili situazioni di crisi l'esigenza di evitare un abuso del diritto da parte dei soci si pone sentitamente nell'interesse dell'economia generale. Pertanto, devono essere escluse eventuali censure d'incostituzionalità, essendo tali istituti conformi alla previsione del § 14 GG. Cfr. HÖLZLE, in *Handbuch Restrukturierung in der Insolvenz*, 2012, § 31.

(*Erhaltungsinteresse*)⁽⁴⁹⁾; ed infatti, poiché i soci prima dell'entrata in vigore dell'*ESUG* erano estromessi dalla votazione all'interno della procedura, tali scelte (come le operazioni sul capitale e sulle partecipazioni sociali) non potevano in alcun caso essere adottate, *ex latere debitoris*, senza la volontà dell'assemblea sociale⁽⁵⁰⁾.

La nostra riforma fallimentare, invece, continuando a relegare il socio nella sua poltrona di spettatore passivo eppure permettendo il suo esproprio, ha dunque dimostrato di aver preso ispirazione dall'ordinamento tedesco in maniera frammentaria, poiché ha importato gli istituti più "drastici" tralasciando di fare altrettanto con le relative cornici di garanzia. Perciò, se *ante* riforma i soci, pur avendo il diritto d'influire sulle scelte d'interesse "primordiale" apparivano in fin dei conti invisibili, se non inesistenti⁽⁵¹⁾, *post* riforma risultano svaniti definitivamente, salvo che non si accolga il correttivo di cui *infra*.

3. La Proposta di Direttiva Europea sulle procedure di ristrutturazione e la tutela dei soci nel concordato preventivo: diritto di voto e diritto di opposizione nel *merito*.

Da un raffronto con le scelte operate dai principali ordinamenti europei, infatti, si può osservare che la tendenza volta a trasferire il

⁴⁹ Nonostante, secondo parte della dottrina, l'innovazione apportata dall'*ESUG* rimanga fondamentalmente "sulla carta" e non garantisca alcuna partecipazione effettiva ai soci: cfr. VON SPEE, *op. cit.*; SCHMIDT, *Gesellschaftsrecht und Insolvenzrecht im ESUG-Entwurf*, in *BB*, 2011, p. 1605 ss.

⁵⁰ VON SPEE, *op. cit.*, Köln, 2014.

⁵¹ FERRI G. *JR.*, *Soci e e creditori nella struttura finanziaria della società in crisi*, in *Diritto societario e crisi d'impresa*, a cura di Tombari, Torino, 2014, p. 95 ss.

controllo dell'impresa in crisi dai soci ai creditori ⁽⁵²⁾ si rivela più che altro peculiare delle *nostre* procedure negoziate della crisi, per cui il concordato preventivo (soprattutto) italiano è suscettibile di essere fondamentalmente un concordato non tanto tra debitore e creditori, quanto piuttosto *tra creditori* ⁽⁵³⁾: in particolare, nel caso in cui venga presentata una proposta concorrente con previsione di un “esproprio” dei soci e, poi, questa sia approvata dalla maggioranza dei creditori, l'esclusione totale dei primi, sia dalla partecipazione alla procedura che dall'*Erhaltungsinteresse*, è particolarmente evidente; ma risulta esserlo altrettanto anche nel caso in cui la proposta sia presentata dalla società, e dunque (non dai soci ma) dall'organo amministrativo, spettando poi la decisione finale soltanto ai creditori.

Invero, anche quella che potrebbe rappresentare la prossima evoluzione del diritto europeo in tema di crisi d'impresa appare orientata nel senso dell'assoluta inopportunità di escludere i soci da qualsivoglia forma di tutela o di partecipazione attiva al processo di ristrutturazione societaria. Infatti, la *Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio “riguardante i quadri di ristrutturazione preventiva, la seconda opportunità e misure volte ad aumentare l'efficacia delle procedure di ristrutturazione, insolvenza e*

⁵² GUERRERA, *Il “nuovo” concordato fallimentare*, in *BBTC*, 2006, p. 527 ss., p. 533; STANGHELLINI, *Proprietà e controllo dell'impresa in crisi*, cit.; ID., *Le crisi di impresa*, cit., p. 1041 ss.; SCIUTO, *La classificazione dei creditori nel concordato preventivo (un'analisi comparatistica)*, in *Giur.comm.*, 2007, I, p. 577 ss.; Cfr. anche HANSMANN, *The Ownership of Enterprise*, Cambridge, *Harvard Univ. Press*, 1996.

⁵³ In questo senso, anche ROSSI A., *op. cit.*, p. 10 ss., il quale osserva che proprio il potere del creditore proponente di impegnare non solo se stesso (contrariamente a una lettura letterale dell'art. 161 comma 2, lett. e), l.f., secondo cui la proposta deve indicare l'utilità che il proponente *si* obbliga ad assicurare a ciascun creditore) ma anche il debitore (soprattutto grazie alla possibilità di un aumento di capitale forzoso ex art. 163, comma 5, l.f. cui il debitore è obbligato a dare esecuzione), “non è altro che la più plastica manifestazione del trasferimento del potere di controllo dell'impresa insolvente dai vecchi (soci) ai nuovi (creditori) titolari di pretese residuali”.

liberazione dai debiti, e che modifica la direttiva 2012/30/UE ⁽⁵⁴⁾, auspica che, al dichiarato fine di “*consolidare la cultura del salvataggio*” in tutta l’Unione Europea, gli Stati membri adottino quadri di ristrutturazione preventiva in grado di “permettere alle imprese di ristrutturarsi in una fase precoce e di evitare l’insolvenza”, massimizzando “*il valore totale per i creditori, i proprietari e l’economia in generale*” e facendo in modo che “i debitori e gli imprenditori abbiano accesso a strumenti di allerta in grado di individuare un andamento degenerativo dell’impresa” (cfr. art. 3, comma 1 della Direttiva), con previsione, inoltre, di norme sulla ristrutturazione delle imprese ⁽⁵⁵⁾ e sui diritti degli azionisti che contribuiscano principalmente alla “*prevenzione*”. In particolare, poi, “durante il processo di ristrutturazione dovrebbero essere *tutelati i diritti di tutte le parti coinvolte*” (cfr. il Considerando 2), per cui in caso di probabilità d’insolvenza i dirigenti dovrebbero avere l’obbligo, tra l’altro, di “prendere misure immediate per *ridurre al minimo le perdite*” non solo per i creditori e i lavoratori, ma anche “per gli azionisti e le altre parti

⁵⁴ L’obiettivo di fondo della direttiva è “ridurre i principali ostacoli al libero flusso dei capitali derivanti dalle divergenze tra i quadri degli Stati membri in materia di insolvenza e ristrutturazione. Il fine è che tutti gli Stati membri si dotino di principi fondamentali su quadri efficaci in materia di ristrutturazione preventiva e seconda opportunità, e di misure per migliorare l’efficienza di tutti i tipi di procedure di insolvenza riducendone la durata e i costi associati e migliorandone la qualità” (cfr. Relazione alla proposta – 1. Contesto – Motivi e obiettivi). Sono invece esclusi dall’ambito di applicazione della direttiva i debitori che sono imprese di assicurazione o di riassicurazione, imprese di investimento o organismi di investimento collettivo altri enti finanziari, poiché a tali soggetti si applicano disposizioni speciali e nei loro confronti le autorità di vigilanza nazionali sono investite di ampi poteri d’intervento (cfr. Considerando 14). Al riguardo, v. NIGRO, *La proposta di direttiva comunitaria in materia di disciplina della crisi delle imprese*, in *Riv. dir. comm.*, 2017, II, parte 2, p. 201 ss.

⁵⁵ Ove per “ristrutturazione” deve intendersi “la modifica della composizione, delle condizioni o della struttura delle attività e delle passività del debitore o di qualsiasi altra parte della struttura del capitale del debitore, tra cui il capitale azionario, o una combinazione di questi elementi, compresa la vendita di attività o parti dell’impresa, con l’obiettivo di consentire la continuazione, in tutto o in parte, dell’impresa” (art. 2, n. 2 della Direttiva).

interessate” (art. 18, lett. a), analogamente a quanto prevede il Considerando n. 29, che, seppur nel sottolineare che i soci non dovrebbero avere la possibilità di bloccare irragionevolmente l’esecuzione del piano, non esclude la necessità, comunque, di “*tutelare i legittimi interessi degli azionisti o altri detentori di strumenti di capitale*”.

La Direttiva, quindi, mentre non impone ai vari ordinamenti un coinvolgimento dei soci durante lo svolgimento di una procedura di ristrutturazione (e, in particolare, nella fase di *votazione* per l’approvazione del relativo piano) ⁽⁵⁶⁾, nel complesso appare comunque chiara nel senso di attribuire piena meritevolezza all’*Erhaltungsinteresse* dei soci, auspicando che gli ordinamenti, in caso di assoggettamento della società a una procedura negoziata della crisi, ne garantiscano una tutela effettiva e, dunque, condannando implicitamente le scelte legislative che costringono il socio all’apatia – in questo caso, allora – *irrazionale* ⁽⁵⁷⁾.

Invero, sebbene non si tratti di una misura da adottare obbligatoriamente a livello interno, riguardo al nostro ordinamento non si nasconde una certa propensione, in una prospettiva *de iure condendo*, proprio per l’attribuzione ai soci del *voto* in ordine all’approvazione della proposta di concordato preventivo al fine di

⁵⁶ Giacché una forma di tutela suggerita dal Considerando 24 della Direttiva – e, come si è visto, già adottata dalla Germania – può (ma non deve) essere rappresentata proprio dall’attribuzione del *diritto di voto* anche ai *soci* in merito all’adozione del piano di ristrutturazione. Infatti, ai sensi dell’art. 9, par. 1 gli Stati membri dovrebbero garantire il diritto di voto in merito all’adozione del piano di ristrutturazione *solo* ai “*creditori interessati*”, mentre la concessione del medesimo anche ai soci (e a tutti i “*detentori di strumenti di capitale interessati*”) rappresenta solo una possibilità (da attribuire conformemente all’art. 12, par. 2, con eventuale formazione di classi distinte).

⁵⁷ In quanto, al contrario dell’apatia di tipo razionale (su cui è d’obbligo il richiamo a BERLE – MEANS, *The modern Corporation and Private Property*, New York, 1932), il socio non si disinteressa volontariamente dalla partecipazione attiva nella vita della società sottoposta a concordato.

garantire agli stessi una partecipazione attiva al processo di riorganizzazione societaria.

Con la procedura di concordato, infatti, si decidono le sorti di un'entità che, quantomeno fino all'omologazione, rappresenta ancora una *proprietà dei soci*, per cui non appare fuori luogo interrogarsi sulla conformità di tale esclusione dal voto ai nostri principi costituzionali, in particolare quello di cui all'art. 42, comma 2 (secondo cui “la *proprietà privata* è riconosciuta e garantita dalla legge”) in stretta connessione con il *principio di uguaglianza* di cui all'art. 3 della Carta.

Si rammenta, infatti, che, mentre i dubbi sulla conformità dell'art. L631-19-2 *cod. comm.* francese alla tutela costituzionale della proprietà privata sono stati fugati dal *Conseil constitutionnel* per ragioni d'interesse generale e di eccezionalità nell'applicazione di tale istituto (data la delimitazione del suo campo di applicazione sulla base di criteri rigorosi), nel nostro ordinamento nemmeno sussistono simili caratteri di eccezionalità nell'applicazione dell'art. 163, comma 4, l.f. ⁽⁵⁸⁾.

Inoltre, posto che al principio d'eguaglianza è stato attribuito il compito di garanzia dell'autonomia privata ⁽⁵⁹⁾ *in negativo*, dal quale scaturirebbe, cioè, il divieto d'imporre giuridicamente agli altri le proprie decisioni ⁽⁶⁰⁾, ne conseguirebbe il diritto del privato – pure di rango costituzionale e pertanto assolutamente inderogabile dalla legge ordinaria – a non subire modificazioni nella propria sfera giuridica

⁵⁸ E v. *supra*, par. 2.

⁵⁹ Nel suo duplice significato, in positivo (il potere del privato di porre in essere atti negoziali con i quali perseguire i propri interessi) e in negativo *ex art.* 1372 c.c. (ciascuno può essere obbligato solo dalla propria volontà): v. D'ALESSANDRO, *Sui poteri della maggioranza del ceto creditorio e su alcuni loro limiti*, in *Fallimento*, 1990, p. 189 ss.

⁶⁰ Ossia il divieto di esercitare un potere autoritario: v. BIANCA, *Le autorità private*, Napoli, 1977, p. 4 ss.; nonché Corte Cost., 15 maggio 1990, n. 241, in *Giur. cost.*, 1990, p. 1467 ss.

(incluso, ovviamente, il diritto di proprietà) in assenza di una propria manifestazione di volontà in tal senso.

Se, dunque, si è posto il problema della compatibilità tra autonomia privata e concordato con riferimento alla vincolatività di quest'ultimo anche nei confronti dei creditori dissenzienti, per l'effetto invasivo che esso può avere sulla sfera giuridica (anche) dei creditori che non abbiano espresso il proprio consenso alla proposta ⁽⁶¹⁾ *eppure abbiano partecipato alla votazione*, il problema si pone, a maggior ragione, per i soci, della cui proprietà si tratta e che, tuttavia, *rimangono esclusi dal voto* sia *ex latere debitoris* in virtù dell'art. 152, comma 2, lett. b), l.f., sia *ex latere creditoris*, in sede di adunanza per l'approvazione della proposta.

Ora, a livello generale tale problema è stato risolto, positivamente, nel senso che il principio di maggioranza è compatibile con la tutela della posizione del singolo quando sia rispettata l'osservanza del metodo collegiale e, al contempo, sussista il perseguimento di un interesse comune da parte della maggioranza ⁽⁶²⁾.

⁶¹ V. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci nelle società per azioni*, Milano, 2007, p. 92 ss.; ID., *Il conflitto d'interessi fra creditori nel concordato*, in *Giur. comm.*, 2010, III, p. 392 ss., p. 406 ss.; SACCHI, *Dai soci di minoranza ai creditori di minoranza*, in *Fallimento*, 2009, p. 1062 ss.; FABIANI, *Brevi riflessioni su omogeneità degli interessi ed obbligatorietà delle classi nei concordati*, in *Fallimento*, 2009, p. 437 ss.; ID., *Contratto e processo nel concordato fallimentare*, Torino, 2009, p. 164 ss.

⁶² Cfr. VENDITTI, *Collegialità e maggioranza nelle società di persone*, Napoli, 1955; GALGANO, *Il principio di maggioranza nelle società personali*, Padova, 1960; ID., *La forza del numero e la legge della ragione: storia del principio di maggioranza*, Bologna, 2007; BIANCA, *Le autorità private*, cit.; JAEGER, "Par condicio creditorum", in *Giur. comm.*, 1984, I, p. 88 ss.; SACCHI, *Il principio di maggioranza nel concordato e nell'amministrazione controllata*, Giuffrè, Milano, 1984 (il quale, nel vigore della disciplina antecedente l'abolizione del controllo di merito sulla proposta da parte del tribunale, rinveniva la giustificazione dell'assoggettamento del singolo creditore alla volontà della maggioranza nel controllo di convenienza da parte del giudice durante il giudizio di omologazione, ossia in un'"eterotutela" giudiziaria); D'ALESSANDRO, *Sui poteri della maggioranza del ceto creditorio*, cit., p. 189 ss.; D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci*, cit.; CALANDRA BUONAURA, *Disomogeneità di interessi dei creditori concordatari e valutazione di convenienza del concordato – Relazione al Convegno "Le soluzioni concordate della crisi d'impresa"*, Torino, 8-9 aprile 2011, in *Giur. comm.*, 2012, p. 14 ss.; FABIANI, *Contratto e*

Nella procedura di concordato, poiché la presenza di un creditore portatore di un interesse in conflitto con quello comune agli altri votanti è in grado di rompere questa necessaria omogeneità d'interessi ⁽⁶³⁾, la soluzione concordataria è quella di escludere tale soggetto dal voto (*ex artt.* 127, commi 5-6 e 177, comma 4, l.f.) o, in alternativa, d'inserirlo in una classe separata ⁽⁶⁴⁾ allo scopo di non spezzare il “trittico autonomia privata-principio di maggioranza-comunione d'interessi” ⁽⁶⁵⁾.

Allo stesso modo, anche tra la categoria (in questo caso generale) dei creditori e la categoria dei soci manca quel fine comune per cui si legittima la decisione a maggioranza; perciò, ai fini del voto, si renderebbe necessario “immunizzare” anche la posizione dei soci. Eppure, tale “immunizzazione” non sembra poter legittimamente avvenire mediante l'esclusione dal voto proprio per la stretta connessione, in ambito concordatario, tra tutela della proprietà privata e principio di uguaglianza “in negativo”, ovverosia tra proprietà della

processo nel concordato fallimentare, cit., p. 120 ss.; STANGHELLINI, *Le crisi d'impresa fra diritto ed economia*, cit.; ID., *Creditori «forti» e governo della crisi d'impresa nelle nuove procedure concorsuali*, in *Fallimento*, 2006, p. 380 ss.

⁶³ Sul conflitto d'interessi fra creditori nel concordato, v. SACCHI, *Concordato preventivo, conflitto di interessi fra creditori e sindacato dell'autorità giudiziaria*, in *Fallimento*, 2009, p. 32 ss.; ID., *Dai soci di minoranza*, cit., p. 1062 ss.; ID., *Lupi e conflitto di interessi dei creditori nel concordato*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, p. 60 ss.; CALANDRA BUONAURA, *Disomogeneità di interessi*, cit.; D'ATTORRE, *Il conflitto d'interessi fra creditori nel concordato*, cit.; PATTI, *Crisi di impresa e ruolo del giudice*, Milano, 2009, p. 209 ss.

⁶⁴ V. SACCHI, *Concordato preventivo*, cit., p. 33; FABIANI, *Brevi riflessioni*, cit., p. 441; per cui D'ATTORRE, *Il conflitto d'interessi*, cit., p. 419, osserva che tale opinione è “sostenibile solo a condizione che, a monte, si affermi la tesi dell'obbligatorietà e non mera facoltatività della formazione delle classi nei concordati”. Per l'obbligatorietà della formazione delle classi in caso d'interessi non omogenei, CATALLOZZI, *Concordato preventivo: sindacato sulla fattibilità del piano e tecniche di tutela dei creditori “deboli”*, in *Fallimento*, 2007, p. 339 ss.; SACCHI, *Concordato preventivo*, cit., p. 33 ss.; FABIANI, *Brevi riflessioni*, cit.; Contra, SCIUTO, *La classificazione dei creditori nel concordato*, cit., p. 581 ss.; BOZZA, *La facoltatività della formazione delle classi nel fallimento*, in *Fallimento*, 2009, p. 430 ss.; [Cass. civ., sez. I, 10 febbraio 2011, n. 3274](#).

⁶⁵ D'ATTORRE, *Il conflitto d'interessi fra creditori nel concordato*, cit., p. 409.

partecipazione e diritto di voto, soprattutto essendo l'impresa sotto concordato (sia preventivo che fallimentare) un'entità in "disfunzione" ma non ancora *in articulo mortis*, per cui, in virtù del principio di parità di trattamento, *tutte* le diverse posizioni d'interesse dovrebbero poter avere la possibilità di esprimere la propria partecipazione con il voto prima che il concordato abbia luogo, non essendo corretto che tale possibilità venga esclusa *ex ante* solo per *alcune* di esse ⁽⁶⁶⁾.

Al contrario, sarebbe europeisticamente auspicabile che tale "immunizzazione" avvenisse mediante l'inserimento (obbligatorio) dei soci in una classe a parte secondo la propria peculiare posizione giuridica e gli interessi economici omogenei (cfr. art. 160, comma 1, lett. c-d), ed eventualmente in diverse classi a seconda dei diversi diritti goduti ⁽⁶⁷⁾, in virtù, come si è detto, dei principi costituzionali di

⁶⁶ Sull'opportunità di coinvolgere i soci quale "gruppo" nel processo di ristrutturazione dell'impresa, anche EIDENMÜLLER, *Reformperspektiven im Restrukturierungsrecht*, in *ZIP* 2010, p. 649 ss.

⁶⁷ Come specificano anche i Considerando 25 e 26, "potrebbero essere necessarie *più classi di detentori di strumenti di capitale* qualora sussistano diverse classi di azionisti con diritti diversi". Ovviamente, per "garantire che le parti abbiano voce sull'adozione del piano proporzionalmente ai loro interessi nell'impresa, la maggioranza richiesta dovrebbe basarsi sull'importo dei crediti dei creditori o delle quote dei detentori di strumenti di capitale di ciascuna classe", prevedendo tuttavia determinate regole volte ad "evitare che una minoranza di parti interessate di ciascuna classe possa impedire l'adozione di un piano di ristrutturazione che non ne riduce ingiustamente i diritti e interessi". In particolare, sebbene sia "*necessario tutelare i legittimi interessi degli azionisti o altri detentori di strumenti di capitale*", gli Stati membri dovrebbero garantire che gli azionisti non possano bloccare irragionevolmente l'adozione di un piano di ristrutturazione che ripristinerebbe la sostenibilità economica del debitore. Ad esempio, "l'adozione del piano di ristrutturazione non dovrebbe essere subordinata all'accordo dei detentori di strumenti di capitale *out-of-the-money*, ossia i detentori di strumenti di capitale che in base a una valutazione dell'impresa non riceverebbero alcun pagamento o altro corrispettivo se fosse applicato il normale grado di priorità della liquidazione" (cfr. il Considerando 29 nonché l'art. 12 della Direttiva). In altri termini, "qualora i detentori di strumenti di capitale abbiano diritto di voto sul piano di ristrutturazione, l'autorità giudiziaria o amministrativa dovrebbe poter omologare il piano nonostante il dissenso di una o più delle loro classi attraverso un meccanismo di ristrutturazione trasversale dei debiti". Infatti, potrebbe accadere che "i detentori di strumenti di capitale delle piccole e medie imprese che non sono meri investitori bensì proprietari dell'impresa e che contribuiscono all'impresa in altri modi, ad esempio con

tutela della proprietà privata, di uguaglianza e parità di trattamento di tutti gli aventi diritto. Mediante l'attribuzione di un potere di *voice* (non soltanto ai creditori ma) a *tutte* le diverse posizioni d'interesse presenti in una società, sarebbe così possibile una *vera* negoziazione tra le medesime – precisamente, fra *management* e azionisti di comando, da una parte, e obbligazionisti, investitori e finanziatori, dall'altra – al fine di concordare un meccanismo di risoluzione della crisi. Ove poi alcuna delle categorie interessate miri a trarre indebiti vantaggi o assuma una posizione di irragionevole intransigenza, vi potrebbe sempre essere la “minaccia” sia di rimedi coercitivi ⁽⁶⁸⁾, come il divieto di blocco, sia di rimedi tutelativi, come il diritto d'opposizione e il diritto d'impugnazione.

De iure condito, d'altro canto, si può ragionare in termini di diritto di *opposizione* dei soci durante il giudizio di omologazione del concordato (sia preventivo sia, per le ragioni sopra esposte,

competenze in materia di gestione (...) [non siano] incentivati a ristrutturare” a determinate condizioni. In caso contrario, “la ristrutturazione precoce non sarebbe possibile in molti casi, ad esempio quando è necessaria una ristrutturazione finanziaria ma l'impresa è comunque economicamente sostenibile (cfr. il Considerando 26; e su tutti questi aspetti è dunque evidente come l'ordinamento tedesco si trovi già in perfetta linea con le indicazioni dell'Unione Europea).

Al fine di raggiungere l'obiettivo di una proficua ristrutturazione dell'impresa, oltre alla combinazione “diritto di voto–divieto di blocco” la proposta di Direttiva ammette che gli Stati membri possano altresì “*derogare* ai requisiti di cui alla direttiva 2012/30/UE del Parlamento europeo e del Consiglio riguardanti *l'obbligo di convocare l'assemblea e di offrire in opzione le azioni agli azionisti, nella misura e per il periodo necessari a garantire che questi non vanifichino gli sforzi di ristrutturazione abusando dei diritti di cui alla direttiva 2012/30/UE*”. Ciò (sembra) vale a dire che i menzionati diritti possono essere esclusi *solo* in via *eccezionale* e per prevenire comportamenti scorretti dei soci (come già prevede l'ordinamento francese) e non *sic et simpliciter*.

⁶⁸ Cfr. GUERRERA – MALTONI, *op. cit.*, i quali fanno notare che nell'esperienza statunitense, la negoziazione tra i citati soggetti allo scopo di “fissare, sul presupposto di un dato rapporto fra il *going concern value* e il *liquidation value* dell'impresa, il criterio di ridefinizione dei ‘diritti’ su e/o verso di essa rappresenta lo snodo cruciale di ogni *reorganization plan*”, per cui il dilemma *Liquidation vs. Reorganization* si risolve con un accordo globale sul riassetto della società e sul trattamento degli aventi diritto, che si conclude come descritto nel testo. V. anche GILSON, *Create value through corporate restructuring*, cit.

fallimentare), con modalità e in casi peculiari. La Proposta di Direttiva, invero, nulla specifica riguardo la proponibilità di un'eventuale *opposizione* delle “parti interessate” contrarie all'approvazione del piano, ma in realtà la ammette indirettamente, sancendo, a carico dei dissenzienti, un divieto di blocco pretestuoso del piano.

Il diritto di opposizione, tra l'altro, negli ordinamenti che lo prevedono si atteggia sostanzialmente negli stessi termini: si è già avuto modo di evidenziare (par. 3), infatti, che sia il § 245 *InsO* tedesco sia l'art. 180, comma 4, l.f. permettono al giudice di omologare il piano qualora, attraverso lo stesso, gli opposenti possano soddisfare le proprie legittime pretese in misura presumibilmente non inferiore rispetto alle alternative concretamente praticabili, vale a dire “*nicht schlechter gestellt werden als sie ohne einen Plan stünden*”; per cui, né il § 245 *InsO* né il nostro art. 180, comma 4, l.f. avrebbero la necessità di apportare particolari modifiche per allinearsi alle direttive europee, ove si ritenga che l'art. 180 l.f. possa legittimare all'opposizione anche i soci. Il che, peraltro, appare del tutto ragionevole sia perché la comparazione con gli altri ordinamenti – e soprattutto con il diritto europeo – assolve l'importante funzione d'interpretare, ricostruire (e talvolta, anche di tentare di migliorare) il diritto interno, specialmente ove si tratti d'istituti trapiantati da altri sistemi ⁽⁶⁹⁾ (come il trapianto dell'art. 163, comma 5, l.f. dal § 225 *InsO* ⁽⁷⁰⁾); sia perché la formula del secondo comma dell'art. 180, riferendosi a “qualsiasi interessato”, è “in grado di ricomprendere, per la sua genericità, anche i singoli soci” ⁽⁷¹⁾.

⁶⁹ In questo senso, PORTALE, *Il diritto societario tra diritto comparato e diritto straniero*, in *Impresa e mercato*, Milano, 2015, I, p. 546 ss.; CARIELLO, *Sensibilità comuni, uso della comparazione e convergenze interpretative. Per una Methodenlehre unitaria nella riflessione europea sul diritto dei gruppi di società*, in *RDS*, 2012, p. 260 ss.

⁷⁰ In questo senso, anche BENEDETTI, *La posizione dei soci nel risanamento della società in crisi*, cit., p. 1-2.

⁷¹ Così FERRI G. JR., *La struttura finanziaria della società in crisi*, cit., p. 488 ss.; nello stesso senso, D'ATTORRE, *Le proposte di concordato preventivo concorrenti*, cit., p. 1168 ss., secondo cui il giudice dovrebbe rifiutare l'omologazione qualora le

In particolare, dovrebbe ritenersi che con l'opposizione il socio possa portare al giudice l'esame anche sul *merito* della proposta, contestandone la convenienza come consente l'art. 180, comma 4, l.f., e ciò indipendentemente dai requisiti numerici eventualmente ivi previsti (ossia il venti per cento dei crediti ammessi al voto in caso di mancata formazione delle classi), per la ragione che tale presupposto non è per definizione applicabile ai soci, essendo questi esclusi dal voto. Le motivazioni alla base della necessità, per i soci, di un diritto di opposizione nel merito *uti singuli*, sono, invero, le medesime che poco sopra portavano ad affermare l'opportunità, *de iure condendo*, dell'attribuzione del voto per l'approvazione della proposta anche ai soci: come si evidenziava *supra*, infatti, essi, pur non avendo alcuna voce in capitolo riguardo al merito della proposta – giacché rimangono totalmente estranei sia dalla decisione su *an* e *quomodo* della stessa, sia dallo svolgimento della procedura mediante la valutazione sul merito della proposta stessa attraverso la votazione – sono obbligati a sottostare a una decisione sulle sorti della loro società eppure presa da terzi, in contrasto con i principi costituzionali di tutela della proprietà privata, di uguaglianza “in negativo” e parità di trattamento, ragion per cui l'unico correttivo in grado di “salvare” la legittimità di simili privazioni appare essere proprio il diritto di opposizione nel merito ⁽⁷²⁾.

partecipazioni sociali abbiano ancora un valore economico, poiché in questo caso vi sarebbe un'ingiustificata lesione dell'interesse economico-patrimoniale dei soci; BENEDETTI, *La posizione dei soci*, cit., p. 33 ss. Cfr. altresì Cass., Sez. I, 24 settembre 2014, n. 20040, reperibile in *Fallimenti e società* (<http://www.fallimentiesocieta.it>), secondo cui “nel giudizio di omologazione del concordato preventivo, la locuzione ‘qualunque interessato’, prevista dall'art. 180, secondo comma, legge fall., non è necessariamente riferibile soltanto a soggetti *diversi* dai creditori, essendo invece suscettibile di comprendere i creditori non dissenzienti, quali coloro che non abbiano votato favorevolmente alla proposta per non aver preso parte all'adunanza fissata per il voto, o perché non convocati o, ancora, perché non ammessi al voto o, infine, perché astenuti; tali soggetti, infatti, prospettano l'*interesse diretto e attuale* al giudizio per contrastare l'omologazione”.

⁷² Invero, dall'affermazione del diritto di opposizione del socio deriva conseguentemente la legittimazione del medesimo a proporre l'*impugnazione*

Anche l'opposizione del socio, ovviamente, dev'essere soggetta al *divieto di blocco pretestuoso*, e cioè alla possibilità di omologa "obbligata" ove l'esecuzione del concordato possa soddisfare i soci opposenti in misura non inferiore rispetto alle alternative concretamente praticabili.

Non sembrano infatti condivisibili le critiche di parte della dottrina tedesca a proposito della sostanziale inutilità, per i soci, del diritto di opposizione (su cui v. *supra*, par. 2). È chiaro che il socio – come ogni creditore dissenziente – non può evidentemente opporsi qualora il piano non gli riservi un trattamento meno favorevole rispetto alle alternative possibili (trattamento che, come si è visto, potrebbe quindi essere anche pari a zero); e, condividendo l'impostazione per cui il valore della partecipazione dei soci dev'essere misurato in base al *Liquidationswert*, è pur vero che i casi di un'opposizione fondata sarebbero, di fatto, tutt'altro che numerosi; tuttavia, non si può dire che sarebbero assolutamente inverosimili. Si pensi, ad esempio, al caso in cui l'organo amministrativo della società debitrice presenti una proposta di concordato con continuità aziendale cd. soggettiva, che

dell'omologazione in casi di abuso della procedura nonché il *risarcimento* in caso d'ingiusto pregiudizio derivante dall'attuazione del piano nei confronti degli autori di tale abuso (come, ad esempio, creditori o soci di maggioranza). Ciò sebbene l'art. 15, comma 4, lett. b) della Direttiva imponga d'introdurre un diritto al risarcimento in via esplicita solo a favore dei creditori e non anche dei soci (e cfr. anche il Considerando 32, secondo cui le "*parti interessate dovrebbero poter impugnare la decisione di omologazione del piano* di ristrutturazione. Tuttavia, per assicurare l'efficacia del piano, ridurre l'incertezza ed evitare ritardi ingiustificati, le impugnazioni non dovrebbero sospendere l'attuazione del piano di ristrutturazione. Qualora si accerti che i *creditori di minoranza* hanno subito un *pregiudizio ingiustificato* dal piano, gli Stati membri dovrebbero prendere in considerazione, in alternativa all'annullamento del piano, la corresponsione di un *risarcimento pecuniario* ai creditori dissenzienti da parte del debitore o dei creditori che hanno votato a favore del piano"). Su questo punto, tuttavia (pur condividendo l'opportunità dell'introduzione di una tutela risarcitoria anziché reale), sulla base per cui tra le parti interessate dovrebbero essere annoverati anche i soci, sembrerebbe corretto attribuire anche ai medesimi, ove pregiudicati ingiustamente, il diritto di esercitare un'azione di risarcimento nei confronti di coloro che hanno abusato del piano (come potrebbero essere, ad esempio, i creditori forti e i soci di maggioranza).

preveda quindi la continuazione dell'impresa in capo alla società stessa. In questo caso, "la minaccia delle proposte concorrenti risulta particolarmente marcata, rispetto alle altre soluzioni concordatarie" ⁽⁷³⁾, fino ad essere capace di annullare, di fatto, la possibilità di concordato con continuità aziendale soggettiva ⁽⁷⁴⁾, per cui potrebbe ben accadere che venga presentata una proposta (cd. parassitaria) che adotti *tout court* il piano presentato dalla società debitrice ma che, a differenza di questo, preveda una continuità di tipo oggettivo, ossia il trasferimento dell'intera azienda a uno o più creditori o terzi in genere. In tal caso, allo stato attuale della normativa, nonostante il tribunale ritenga che il piano del debitore, in base alle attestazioni richieste dall'art. 186-bis l.f., risponde al migliore interesse dei creditori, la proposta debitoria sarà con tutta probabilità destinata a rivelarsi un buco nell'acqua, essendo il diritto di voto prerogativa dei creditori ⁽⁷⁵⁾.

⁷³ Cfr. ROSSI A., *Il contenuto delle proposte concorrenti*, cit., p. 16.

⁷⁴ Nel senso che le proposte concorrenti rischiano di decretare l'estinzione del concordato con continuità soggettiva, ROSSI A., *op. ult. cit.*, p. 16 ss., il quale, da un lato, osserva che "l'illimitata ostensione dei dati aziendali imposta dall'art. 165 c. 3° l. fall. a qualunque creditore" rischia di disincentivare pesantemente l'elaborazione di una proposta di concordato con continuità soggettiva. Inoltre, di fronte a un'eventuale proposta di questo tipo che preveda il soddisfacimento dei creditori *solo* in misura *percentuale* e la successiva destinazione ai *soci* dei risultati dell'impresa, un creditore potrebbe proporre, in alternativa, la destinazione ai *creditori* di tutti i risultati della gestione sino all'*integrale* soddisfazione dei crediti, escludendo da qualsiasi forma di remunerazione i soci. *Contra*, GALLETTI, *Speciale decreto n. 83/2015 – Le proposte concorrenti nel concordato preventivo: il sistema vigente saprà evitare il pericolo di rigetto?*, in ilfallimentarista.it, 15 settembre 2015.

⁷⁵ In caso contrario, ove non si possa ammettere il diritto dei soci di contestare il merito della proposta, al fine evitare gli abusi delle proposte parassitarie si è talvolta costretti ad affermare, in mancanza del diritto di voto a favore dei soci, che le proposte concorrenti non dovrebbero essere ammissibili nel caso in cui il debitore presenti un piano di concordato con continuità aziendale diretta o soggettiva: in questo senso, BOZZA, *Brevi considerazioni su alcune norme della ultima riforma*, cit., p. 12 ss., secondo il quale (peraltro in modo condivisibile), laddove "il debitore abbia optato per un concordato con continuità aziendale diretta, con il quale chiede la collaborazione dei creditori proprio al fine di ristrutturare l'impresa e poterla continuare, evitando il fallimento o comunque la dispersione dei beni e il tribunale ha già ritenuto, sulla base delle attestazioni richieste dall'art. 186-bis, rispondere al migliore interesse dei creditori, non può essere consentito l'intervento di un terzo che,

Invero, posto che l'apertura del fallimento, non significa necessariamente che la società è priva di valore attivo ⁽⁷⁶⁾, anche nell'ambito di una procedura fallimentare che presenti una prevalenza dell'attivo sul passivo può accadere che un terzo presenti una proposta di concordato fallimentare di tipo "ostile" a quella del debitore. In particolare, poiché "il fallito ha diritto di ricevere al momento della chiusura del fallimento ciò che residua dell'attivo dopo l'integrale pagamento dei creditori ammessi, il pagamento delle spese, una proposta di concordato da parte di terzi, che evidentemente prevedrà l'attribuzione al proponente o ad un assuntore dell'intera massa attiva, pregiudica l'interesse del fallito a conseguire l'eventuale residuo attivo al momento della chiusura della procedura. In questi casi il concordato è ostile nella misura in cui il terzo proponente si 'appropria' del *surplus* fallimentare che, altrimenti, sarebbe spettato al fallito"⁽⁷⁷⁾.

Eppure, se la misura del soddisfacimento delle pretese creditorie nelle due proposte è *sostanzialmente analoga*, allora non può che diventare decisivo l'*Erhaltungsinteresse* dei soci, i quali, perciò, dovrebbero avere il diritto di opporsi (e, poi, di vedere accolta l'opposizione).

In altre parole, potrebbe essere questo un caso in cui l'interesse del socio al mantenimento della partecipazione trova un riconoscimento quale *limite* all'interesse del creditore, poiché

facendo una proposta *anche leggermente migliorativa* ai creditori, espropri il primo dei suoi beni, senza, peraltro, neanche il vincolo della continuazione dell'attività".

⁷⁶ Poiché l'apertura di una procedura di fallimento non significa necessariamente che la società sia priva di un valore in qualche misura attivo, non escludendo una grave crisi finanziaria la sussistenza di un valore attivo. Cfr. più ampiamente cap. I, par. 2 (ove le distinzioni tra le varie tipologie di crisi). In tema, v. D'ATTORRE, *Il fallito quale soggetto debole: il caso dei concordati ostili*, paper presentato in occasione del III Convegno annuale dell'Associazione "Orizzonti del Diritto Commerciale" – Università di Roma Tre – 10/11 febbraio 2012, reperibile su <http://www.orizzontideldirittocommerciale.it>.

⁷⁷ Così D'ATTORRE, *Il fallito quale soggetto debole*, cit.

quest'ultimo riceve *comunque* la massima tutela possibile ⁽⁷⁸⁾. Inoltre, qualora s'instaurasse, nei casi enunciati, la consuetudine di accogliere le contestazioni dei soci, il diritto d'opposizione dei medesimi potrebbe rappresentare una forma di tutela anche contro il rischio di proposte parassitarie e, anzi, costituire un efficace disincentivo contro le stesse.

In realtà, oltre alla (seppur minima) manifestazione di un certo *favor* da parte della legge fallimentare per la proposta debitoria rispetto a quella creditoria “in caso di parità” di voti *ex art.* 177, comma 1, l. f., nel senso che tra le due alternative praticabili rappresentate, rispettivamente, dal totale spossessamento e dalla continuità aziendale soggettiva, dovrebbe essere preferita, ove possibile, la seconda, sembra porsi anche l'art. 5, comma 1, della Direttiva, ove auspica che gli Stati membri provvedano “affinché il debitore che accede alle procedure di ristrutturazione preventiva *mantenga il controllo totale o almeno parziale* dei suoi attivi e *della gestione corrente dell'impresa*”.

⁷⁸ In senso conforme, sembrerebbero porsi anche BRIZZI, *Doveri degli amministratori*, cit., p. 307, in particolare nt. 440; e MAUGERI, *Partecipazione sociale e attività di impresa*, Milano, 2010, p. 398 ss., secondo i quali le soluzioni concordatarie tendono a favorire una composizione degli interessi dei soci e dei creditori, poiché, essendo i primi rappresentati dagli organi sociali e i secondi da se medesimi in una collettività organizzata nella procedura, oltre che dagli organi concorsuali, si realizzerebbe una compenetrazione tra corporate governance del diritto societario con quella del diritto concorsuale. Peraltro, la conclusione di cui nel testo non sembra nemmeno porsi in antitesi con l'orientamento (ormai dominante) secondo cui la “stella polare” dell'operato degli amministratori di una società insolvente (o quasi insolvente) dev'essere il miglior soddisfacimento possibile dei creditori (su cui v. STANGHELLINI, *Proprietà e controllo*, cit.). Per ulteriori ipotesi di proposte concorrenti cd. parassitarie, invece, v. sempre ROSSI A., *Il contenuto delle proposte concorrenti*, cit., p. 12 ss.: ad esempio, “in presenza di una proposta al risparmio di una società del gruppo, che preveda la riallocazione a beneficio di altre società del gruppo della provvista non destinata ai propri creditori, ci potrà sempre essere un creditore della società sacrificata che, adottando *de plano* il piano della società proponente, proponga, in alternativa, la destinazione alla massa dei creditori della società sacrificata dell'intera provvista generata dal piano, con conseguente sgretolamento del tentativo di consolidamento sostanziale coinvolgente l'intero concordato c.d. di gruppo”; ID., *Le proposte indecenti nel concordato preventivo*, in *Giur. comm.*, 2015, I, p. 342 ss.

Da notare, anche, che secondo l'art. 10, comma 2, lett. b) della Direttiva gli Stati membri dovrebbero provvedere “affinché le condizioni per l'omologazione del piano di ristrutturazione da parte dell'autorità giudiziaria o amministrativa siano specificate chiaramente e prevedano almeno che (...) il piano di ristrutturazione *superi la prova dell'interesse superiore del creditore*” (⁷⁹), ove, in generale, tale prova “permette di garantire che nessun creditore dissenziente esca dal piano di ristrutturazione svantaggiato rispetto a come uscirebbe dalla liquidazione, sia essa una liquidazione per settori o una vendita dell'impresa in regime di continuità aziendale, e che tale prova “dovrebbe essere effettuata ogniqualvolta il piano deve essere omologato per poter vincolare i creditori dissenzienti o le classi dissenzienti di creditori, a seconda dei casi”.

Traslando tale prova nell'ipotesi in cui debbano raffrontarsi le due sopra descritte proposte concordatarie (la proposta debitoria con continuità soggettiva *versus* la proposta concorrente di spossamento del complesso aziendale che assicuri un soddisfacimento dei creditori sostanzialmente analogo a quello proposto dal debitore), l'interesse superiore del creditore non è provato nella proposta concorrente, poiché esso è parimenti soddisfatto nell'alternativa debitoria (non risultando, in quest'ultima, il creditore “svantaggiato” in alcun modo), ragion per

⁷⁹ Cfr. il Considerando 27. Difatti, l'art. 13, par. 1 specifica che qualora il piano di ristrutturazione “sia contestato per presunta violazione della prova dell'interesse superiore del creditore, l'autorità giudiziaria o amministrativa determina il valore di liquidazione”. Assume poi al riguardo grande importanza anche la regola della priorità assoluta, la quale “garantisce che una classe dissenziente di creditori sia pagata integralmente prima che una classe inferiore possa ricevere qualsiasi distribuzione o mantenere un qualsiasi interesse ai sensi del piano di ristrutturazione. La regola della priorità assoluta serve come base del valore da ripartire tra i creditori durante la ristrutturazione. A suo corollario, nessuna classe di creditori può ricevere o conservare in base al piano di ristrutturazione valori o benefici economici che superano l'importo integrale dei crediti o degli interessi che rappresenta”. In particolare, la regola della priorità assoluta “*permette di stabilire, rispetto alla struttura del capitale dell'impresa in corso di ristrutturazione, la quota di valore che le parti devono ricevere ai sensi del piano di ristrutturazione sulla base del valore dell'impresa in situazione di continuità aziendale*” (cfr. Considerando 28).

cui in questo caso la tutela dell'*Erhaltungsinteresse* dovrebbe costituire un *limite* all'interesse del creditore ⁽⁸⁰⁾.

Questo ragionamento sull'interesse superiore del creditore, inoltre, può forse essere d'aiuto nell'ambito di una riflessione sugli svolgimenti successivi a un eventuale accoglimento dell'opposizione dei soci dopo l'approvazione di una proposta parassitaria: in questo caso, dovendo il giudice "rimettere ai voti" l'unica proposta rimasta, ossia quella debitoria, ai creditori converrebbe non boicottarla ma semmai approvarla, se veramente essa garantisce loro una soddisfazione migliore di quella che essi potrebbero ottenere in caso di liquidazione della società.

4. I doveri degli amministratori fra “*Treupflichtbindung*” e “*Planentwurfspflicht*”.

Dal presupposto, dunque, che in un contesto di grave crisi finanziaria anche l'interesse dei soci può non solo essere meritevole di tutela ma perfino diventare, in certi casi, un elemento dirimente ai fini dell'adozione di un piano o dell'altro, discendono importanti conseguenze per quel che concerne gli obblighi degli amministratori.

Si è già avuto modo di evidenziare che, negli auspici della Direttiva (art. 18), gli Stati membri dovrebbero fissare disposizioni per

⁸⁰ Nel senso che il piano debba essere *non* il migliore *in assoluto* (*best solution*) ma il migliore *rispetto alle alternative disponibili* (*better solution*), anche ROSSI A., *La governance dell'impresa*, cit., p. 264 ss.; CINCOTTI – NIEDDU ARRICA, *Continuità aziendale, capitale e debito. La gestione del risanamento nelle procedure di concordato preventivo*, paper presentato in occasione del IV Convegno organizzato dall'Associazione “Orizzonti del Diritto Commerciale”, “Impresa e mercato fra liberalizzazioni e regole”, Roma 22-23 febbraio 2013, reperibile su orizzontideldirittocommerciale.it, p. 8 ss.; BRIZZI, *Doveri degli amministratori*, cit., p. 307 ss;

garantire che, qualora sussista una *probabilità d'insolvenza*, i dirigenti abbiano l'*obbligo*, tra l'altro, di “*prendere misure immediate per ridurre al minimo le perdite per i creditori, i lavoratori, gli azionisti e le altre parti interessate*”, tenendo quindi “debitamente conto” di tutti gli interessi in gioco. Simili disposizioni, infatti, non sono espressamente sancite dal nostro ordinamento giacché, come sopra accennato, la legge non prevede né un'espressa disciplina in tema di gestione della società afflitta da un simile stato patologico, né l'adozione di specifiche misure di protezione del valore dell'impresa né, tantomeno, (se e) quali debbano essere gli “speciali” doveri di condotta dei *managers* in questo ambito. E ciò seppure gli amministratori, grazie in particolare al potere di scegliere in ordine all'*an* e al *quomodo* del concordato, siano oggi in grado, all'opposto di quanto avviene nel diritto *extra-concorsuale*, di prendere decisioni incidenti sulla struttura societaria e, dunque, sull'investimento del socio.

La nostra legge fallimentare, infatti, prevede (unicamente) che l'imprenditore in stato d'insolvenza è dichiarato fallito su ricorso (anche) del debitore (artt. 5, comma 1 e 6, comma 1, l.f.); che la proposta e le condizioni del concordato preventivo, salva diversa disposizione dell'atto costitutivo o dello statuto, nelle società di capitali sono deliberate dagli amministratori (art. 152, comma 2, lett. b, l.f., come richiamato dall'art. 161, comma 4, l.f.); ed infine una sanzione penale per il debitore reo di bancarotta semplice (art. 217 l.f.), sanzione estesa anche agli amministratori di società di capitali colpevoli di aver aggravato il dissesto della società astenendosi dal richiedere il fallimento della società o con altra grave colpa *ex art. 224 l.f.*, dal che parte della dottrina e della giurisprudenza ha poi ricavato un obbligo implicito per i medesimi di chiedere il fallimento in caso d'insolvenza

della società (salva, ovviamente, la decisione di accedere a una diversa procedura regolata della crisi) ⁽⁸¹⁾.

⁸¹ In questo senso, cfr. Cass. 27 febbraio 2002, n. 2906, in *Fallimento*, 2003, p. 369 ss.; Trib. Milano 18 gennaio 2007, in *Società*, 2008, p. 1521 ss. In dottrina, cfr. i riferimenti riportati da VICARI, *I doveri degli organi sociali*, cit., p. 136, nt. 18, il quale, in alternativa, ipotizza che il fondamento di un simile dovere possa essere ravvisato nell'obbligo di diligenza e di valutare la prevedibile evoluzione della gestione ex artt. 2392 e 2428, comma 3, n. 6, c.c. Nel senso invece che dall'art. 217, n. 4 l.f. non potrebbe farsi discendere *tout court* un simile obbligo, BADINI CONFALONIERI, *Il nuovo concordato preventivo: domanda, contenuto, ammissione ed effetti*, in AA.VV., *L'impresa in crisi: Soluzioni offerte dal nuovo diritto fallimentare*, Torino, 2014. Nel Regno Unito, l'obbligo per gli amministratori di richiedere il fallimento della società è reso più esplicito dalla previsione di cui alla *Section 214 (Wrongful trading)* dell'*Insolvency Act* del 1986, che prevede espressamente la responsabilità dell'amministratore ("a person who is or has been a director of the company"), tra l'altro, nel caso in cui "if in the course of the winding up of a company it appears that (...) at some time before the commencement of the winding up of the company, that person knew or ought to have concluded that there was no reasonable prospect that the company would avoid going into insolvent liquidation, and (...) that person was a director of the company at that time". In questo caso, "the court, on the application of the liquidator, may declare that that person is to be liable to make such contribution (if any) to the company's assets as the court thinks proper". Su tale istituto, v. KEAY, *Wrongful trading and the liability of company directors: a theoretical perspective*, in *Legal Studies*, 2005, Vol. 25 (3), p. 431 ss.; ID., *Company Directors' Responsibilities to Creditors*, Oxon-New York, 2007, p. 71 ss.; BACHNER, *Wrongful Trading – A New European Model for Creditor Protection?*, in *EBOR*, 2004, p. 293 ss. Un obbligo espresso *ex lege*, invece, è previsto nell'ordinamento tedesco, ove s'impone agli amministratori di chiedere il fallimento in caso di *Zahlungsunfähigkeit* (cioè d'insolvenza, ex §§ 17 e 18 *InsO*) oppure di *Überschuldung* (cioè sovraindebitamento, ex § 19 *InsO*), anche per le *Unternehmergesellschafts* (variante della *Gesellschaft mit beschränkter Haftung – GmbH* introdotta con il *Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen – MoMiG* – nel 2008) con capitale inferiore a 25.000 euro. Per la *UG*, invero, le problematiche connesse a tale obbligo non sono di poco conto: infatti, i soci hanno sì la possibilità di costituire una *UG* con "capitale zero", ma senza alcun *Puffer* (cuscinetto) la società nasce sottocapitalizzata e presto si rivelerà sovraindebitata, per cui gli amministratori saranno obbligati a presentare istanza d'insolvenza, essendo in caso contrario loro ascrivibile la responsabilità da ritardo nel chiedere il fallimento (cd. *Insolvenzverschleppungshaftung*). Sull'obbligo *de quo*, v. FLEISCHER, *Eigenkapitalersetzende Gesellschafterdarlehen und Überschuldungsstatus*, in *ZIP* 1996, 773; ID., *Erweiterte Außenhaftung der Organmitglieder im Europäischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht*, in *ZGR* 2004, 437–479; SCHMIDT, *Grounds for Insolvency and Liability for Delays in Filing for Insolvency Proceedings*, in *ECFR* 2006, *Special Volume* 1, S. 144-165; FISCHER, *Krisenbewältigung durch Insolvenzrecht*, in *ZGR* 2006, 403–418. Con riferimento alla *UG*, v. WEIGMANN, *La riforma tedesca della disciplina della s.r.l.*, in *Nuovo dir. soc.*, 2009; VON DER

Altre disposizioni legislative espresse, come noto, sono quelle che prevedono la responsabilità degli amministratori di S.p.A. in caso di pregiudizio da questi arrecato, in particolare, ai creditori, ma anche ai soci o a terzi in generale: la disposizione di cui all'art. 2394 c.c., secondo cui gli amministratori rispondono verso i creditori sociali per l'inosservanza degli obblighi inerenti alla conservazione dell'integrità del patrimonio sociale ⁽⁸²⁾, nonché la norma *ex art.* 2395 c.c., ai sensi della quale il singolo socio o il terzo che sia stato direttamente danneggiato da atti colposi o dolosi degli amministratori ha in ogni

LAAGE, *La "Unternehmergeellschaft (haftungsbeschränkt)": il nuovo modello di GmbH (s.r.l.) nella recente riforma tedesca*, in *Riv. soc.*, 2011, II-III, p. 404 ss. Per un'analisi comparata tra le diverse soluzioni adottate dai vari ordinamenti, v. HIRTE – VICARI, *La responsabilità degli amministratori di società di capitali verso i creditori in caso di omessa o ritardata presentazione della richiesta di fallimento al tribunale nel diritto tedesco e italiano*, in *Giur. comm.*, 1996, II, p. 377 ss.; MÜLBERT, *A Synthetic View of Different Concepts of Creditor Protection*, cit., p. 357 ss., in particolare p. 381 ss. il confronto "*German v. British law*"; HOPT, *Quelques réflexions sur l'actualité et les évolutions comparées du droit allemand et du droit français des sociétés*, in *Rev. Soc.*, 2009, p. 309 ss.

⁸² Come ha osservato la giurisprudenza, l'azione di cui all'art. 2394 c.c. ha natura autonoma e non surrogatoria rispetto all'azione prevista dagli artt. 2392 e 2393 c.c. e pertanto, l'instaurazione della procedura di concordato preventivo non determina la carenza di interesse in capo al singolo creditore (Trib. Piacenza 12 febbraio 2015 n. 113). Con riferimento alla prescrizione dell'azione, invece, in tema di azioni di responsabilità nei confronti degli amministratori di una società di capitali previste dagli artt. 2393 e 2394 c.c. la prescrizione decorre dal momento in cui la insufficienza patrimoniale si è oggettivamente manifestata come rilevante per l'azione esperibile dai creditori. L'accertamento – in concreto – che non sia stata (o sia stata) raggiunta la prova gravante sull'amministratore di allegare e dimostrare un momento anteriore di decorrenza della prescrizione è rimesso al potere discrezionale del giudice del merito, insindacabile in sede di legittimità, ove immune da vizi logici (Cass. civ. sez. I 18 giugno 2014 n. 13907). Ancora, l'azione di responsabilità, esercitata dal curatore ai sensi dell'art. 146 fall., cumula in sé le diverse azioni previste dagli artt. 2393 e 2394 c.c., a favore, rispettivamente, della società e dei creditori sociali, onde il curatore può formulare istanze risarcitorie tanto con riferimento ai presupposti della loro responsabilità contrattuale verso la società, quanto a quelli della responsabilità extracontrattuale nei confronti dei creditori, tenendo ovviamente conto delle differenze in tema di decorrenza del termine di prescrizione, onere della prova e ammontare dei danni risarcibili (Trib. Napoli 7 febbraio 2014). Per un'approfondita analisi sulla *ratio* e sulla natura dell'azione *ex art.* 2394 c.c., si rimanda a FABIANI, *Fondamento e azione per la responsabilità degli amministratori di s.p.a. verso i creditori sociali nella crisi dell'impresa*, in *Riv. soc.*, 2015, II-III.

caso il diritto al risarcimento del danno ⁽⁸³⁾. Nella S.r.l., peraltro, dato l'attuale vuoto normativo al riguardo, o si ritiene che le disposizioni ora citate siano applicabili analogicamente anche a tale tipo societario oppure si deve far ricorso all'azione surrogatoria, per cui i creditori potrebbero sostituirsi ai soci nell'azione sociale di cui all'art. 2476 c.c. ⁽⁸⁴⁾.

Le norme di cui agli artt. 2394 ss. (ed eventualmente 2476) c.c. sono certamente "utili" per responsabilizzare gli amministratori ma, a parte la *moral suasion*, si rivelano incapaci di *prevenire* efficacemente la crisi, essendo, sostanzialmente, insuscettibili di applicazione durante la vita della società ⁽⁸⁵⁾: in particolare, l'azione *ex art.* 2394 c.c. viene in concreto esercitata dal curatore fallimentare, per cui, ancora più "inutile" (perché ridondante) è l'art. 2394-*bis* c.c., secondo cui in caso di fallimento, liquidazione coatta amministrativa e amministrazione straordinaria l'azione *de qua* spetta al curatore del fallimento, al commissario liquidatore e al commissario straordinario, essendo tale soggetto a ciò legittimato anche dall'art. 146 l.f. ⁽⁸⁶⁾.

⁸³ Sull'art. 2395 c.c., v. PINTO, *La responsabilità degli amministratori per danno "diretto" agli azionisti*, in *Liber amicorum G.F. Campobasso*, 2006, II, p. 893 ss.

⁸⁴ Nel primo senso, v. tra gli altri AMBROSINI, *La responsabilità degli amministratori nella nuova s.r.l.*, in *Le Società*, 2004, III, p. 293 ss.; nel secondo senso, cfr. ANGELICI, *Note sulla responsabilità degli amministratori di società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 2007, p. 1232 ss. Prima della riforma delle società di capitali, invero, la responsabilità degli amministratori delle S.r.l. era regolata dagli artt. 2392 ss. in virtù del richiamo operato dall'art. 2487, comma 2, c.c.

⁸⁵ Così come, tra l'altro, le norme in tema di responsabilità degli amministratori previste dall'ordinamento francese (*l'action en comblement du passif social* di cui all'art. L651-2 *cod. comm.*, ove si prevede che, qualora una cattiva gestione abbia contribuito a rendere l'attivo insufficiente a soddisfare i creditori, in sede di liquidazione giudiziaria il tribunale può decidere che "*le montant de cette insuffisance d'actif sera supporté, en tout ou en partie, par tous les dirigeants de droit ou de fait, ou par certains d'entre eux, ayant contribué à la faute de gestion*").

⁸⁶ In questo senso, tra gli altri, FABIANI, *op. ult. cit.*; con riferimento alle s.r.l., MOZZARELLI, *Responsabilità degli amministratori e tutela dei creditori nella s.r.l.*, cit., p. 2 ss. Difatti, lo *Schema di Disegno di Legge recante "Delega al Governo per la riforma organica delle discipline della crisi di impresa e dell'insolvenza"* presentato

Anche l'obbligo di richiedere il fallimento (nel nostro come negli altri ordinamenti), mirando evidentemente a ridurre gli "incentivi perversi" ⁽⁸⁷⁾ degli amministratori a far ritardare l'emersione della crisi e, dunque, a limitare i pregiudizi per i creditori, è certamente idoneo ad evitare ulteriormente l'aggravarsi del dissesto in maniera incontrollata, ma non appare altrettanto idoneo ai fini di un eventuale salvataggio dell'impresa o del recupero di un suo eventuale residuo valore, poiché scatta troppo tardi, quando ormai la crisi finanziaria è in stato molto avanzato ⁽⁸⁸⁾. In ogni caso, poi, (nel nostro come nei principali ordinamenti avanzati) rimane aperta la questione su quali debbano essere gli *obiettivi (shifting duties)* dell'operato degli amministratori in caso di crisi finanziaria grave quando ancora non sussistono i presupposti che obbligano gli stessi a chiedere il fallimento ⁽⁸⁹⁾.

È vero che la legge italiana prevede l'istituto del concordato preventivo che, dato l'ampio concetto di "crisi" *ex art. 160 l.f.*, può (ed

l'11 marzo 2016 ne auspica la sua abrogazione: v. art. 13 – (*Modifiche al codice civile*), comma 1, lett. a).

⁸⁷ Sui *moral hazards* degli amministratori (ma anche dei soci) di una *distressed private company*, v. BACHNER, *Creditor Protection in Private Companies. Anglo-German Perspectives for a European Legal Disclosure*, Cambridge, 2009; KEAY, *Wrongful trading*, cit.

⁸⁸ Così come scatta troppo tardi, nell'ambito della crisi dell'investimento, l'obbligo di convocazione dell'assemblea *ex art. 2446 c.c.* Nel medesimo senso, con riferimento alla disciplina tedesca, che si rivela così troppo rigida (cfr. la precedente nt. 69), HIRTE, *Die Grundsätze der "Wrongful-Trading-Alternative" zur gesetzlichen Insolvenzantragspflicht*, in *ZInsO*, 2010, p. 1986 ss.

⁸⁹ Sul problema dello *shift* in relazione ai doveri degli amministratori (ossia quali debbano essere i soggetti da tutelare in via prioritaria in situazioni di pre-insolvenza e in che momento, esattamente, tale *cambio* debba avvenire), stante l'assenza di disposizioni normative v. NIGRO, "*Principio*" di ragionevolezza e regime degli obblighi e della responsabilità degli amministratori di s.p.a., in *Giur. Comm.*, 2013, I, p. 475 ss. Nella dottrina inglese, v. KEAY, *Company Directors' Responsibilities*, cit. p. 199 ss.; ID, *The Shifting of Directors' Duties in the Vicinity of Insolvency*, 2015. Per le preoccupazioni espresse da parte della dottrina tedesca sulla scarsa regolamentazione legislativa nel campo del diritto fallimentare (che causa dunque imprevedibilità delle decisioni giurisprudenziali), cfr. BORK, *Grundtendenzen des Insolvenzanfechtungsrechts*, in *ZIP* 2008, 1041.

anzi deve) essere utilizzato prima che l'impresa versi in stato di vera e propria insolvenza ⁽⁹⁰⁾; eppure, come auspicato dall'art. 4 dello *Schema di Disegno di Legge recante "Delega al Governo per la riforma organica delle discipline della crisi di impresa e dell'insolvenza"* presentato l'11 marzo 2016, poi recepito dall'art. 4 della L. 19 ottobre 2017, n. 155 (*Delega al Governo per la riforma delle discipline della crisi di impresa e dell'insolvenza*), dovrebbero essere "introdotte procedure di allerta e composizione assistita della crisi, di natura non giudiziale e confidenziale, finalizzate ad incentivare l'emersione anticipata della crisi e ad agevolare lo svolgimento di trattative tra debitore e creditori" ⁽⁹¹⁾. A tal fine la Direttiva, in particolare, nel soffermarsi su alcuni aspetti fondamentali che già nel presente lavoro si evidenziavano a proposito della crisi dell'investimento (v. cap. II), sottolinea che un "ruolo importante nello sviluppo di una *cultura del salvataggio delle imprese* anziché della loro liquidazione è svolto dalle norme sul *dovere di diligenza dei dirigenti dell'impresa*" – nonché, si può aggiungere, dei correlativi doveri di *adeguatezza* (e cfr. cap. II, par. 4) – "*quando questa è prossima all'insolvenza*", poiché tali norme "incoraggiano la *ristrutturazione precoce e prevengono i fenomeni patologici* e le perdite evitabili per i creditori.

Tra questi, l'obbligo di fedeltà (il *Treupflichtbindung* della dottrina tedesca ⁽⁹²⁾) appare suscettibile di assumere connotati

⁹⁰ Sul concetto di "crisi" rilevante ai fini del concordato preventivo, v. cap. I, par. 3.

⁹¹ Tra l'altro "ponendo a carico degli organi di controllo societari, del revisore contabile e delle società di revisione, l'obbligo di avvisare immediatamente l'organo amministrativo della società dell'esistenza di fondati indizi della crisi e, in caso di omessa o inadeguata risposta, di informare direttamente il competente organismo di composizione della crisi"; nonché "prevedendo *misure premiali* per l'imprenditore che ricorra tempestivamente alla procedura e ne favorisca l'esito positivo". Cfr. anche le nt. 42 e 43 del cap. II.

⁹² Sul *Treupflicht*, v. FLEISCHER, *Die geschlossene Kapitalgesellschaft*, cit., p. 77 ss.; FLEISCHER – HARZMEIER, *Zur Abdingbarkeit der Treupflichten bei Personengesellschaft und GmbH*, in *NZG*, 2015, 1289. Sull'applicazione di tale principio riguardo ai soci, v. GRÜNEWALD, *Mehrheitsherrschaft und*

peculiari, nel senso che (come sopra visto), mentre fa sì che in una società *in bonis* gli amministratori si adoperino al fine soddisfare le aspettative di guadagno dei soci nel limite della soddisfazione dei creditori, in una situazione di grave crisi finanziaria comporta, al contrario, che la gestione societaria sia diretta soprattutto a vantaggio dei creditori nel limite di una tutela per l'*Erhaltungsinteresse* dei soci, e ciò in virtù della particolare posizione rivestita dagli amministratori quali gestori (nel caso della S.p.A., professionali) dell'impresa: infatti, nel tentativo di garantire ai creditori il miglior soddisfacimento possibile, non dev'essere sottovalutata l'importanza della ricerca, ove

insolvenzrechtliche Vorauswirkung, cit. Sull'importanza del ruolo svolto dall'organo amministrativo quale *Zentralfigure* della società azionaria, v. FLEISCHER, *Zur Leitungsaufgabe des Vorstands im Aktienrecht*, in *ZIP* 2003, 1. Sui *fiduciary duties* degli amministratori nel sistema nordamericano v., tra i tantissimi contributi, BLAIR – STOUT, *A Team Production Theory of Corporate Law*, *Virginia Law Review*, Vol. 85, No. 2, pp. 248-328, march 1999; LIPSON, *Directors' Duties to Creditors*, cit.; MACEY – O'HARA, *The Corporate Governance of Banks*, *Economic Policy Review*, Vol. 9, No. 1, April 2003; BAINBRIDGE, *Much Ado about Little? Directors' Fiduciary Duties in the Vicinity of Insolvency*, *UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 05-26*; ID., *Rethinking Delaware's Corporate Opportunity Doctrine*, in *UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 08-17*; ID., *Smith v. Van Gorkom*, *UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 08-13*; *The Parable of the Talents*, in *UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 16-10*; BAINBRIDGE – LOPEZ – OKLAN, *The Convergence of Good Faith and Oversight*, in *UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 07-09*; EISENBERG, *The Duty of Good Faith in Corporate Law*, in *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 31, No. 1, p. 1-75, 2005; RIBSTEIN, *The Structure of the Fiduciary Relationship*, in *U Illinois Law & Economics Research Paper No. LE03-003*; ID., *Are Partners Fiduciaries?*, in *University of Illinois Law Review, Symposium Issue*, Vol. 2005, No. 1, February 2005; ID., *Accountability and Responsibility in Corporate Governance*, in *Notre Dame Law Review*, 81 *Notre Dame L. Rev.* 1431 (2006); BEBCHUK – EISENHOFER – GRANT – BARRY – DELEEUW, *On the Validity of Poison Pill By-Laws*; ANABTAWI – STOUT, *Fiduciary Duties for Activist Shareholders*, in *UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 08-02*; *Stanford Law Review*, Vol. 60, 2008; STRINE – LASTER, *The Siren Song of Unlimited Contractual Freedom*, *Harvard Law School John M. Olin Center Discussion Paper No. 789*; SITKOFF, *An Economic Theory of Fiduciary Law*, in *Philosophical Foundations of Fiduciary Law*, Oxford University Press, 2014; MILLER – DAVIS-NOZEMACK, *Toward Consistent Fiduciary Duties for Publicly Traded Entities*, in 68 *Fla. L. Rev.* 263 (2016); HORTON, *Modifying Fiduciary Duties in Delaware: Observing Ten Years of Decisional Law*, in *Delaware Journal of Corporate Law (DJCL)*, Vol. 40, No. 3, 2016 (tutti i citati papers nordamericani sono reperibili su www.ssrn.com).

ciò sia possibile (e v. il par. precedente), di un contemperamento tra le diverse posizioni d'interesse, *rectius* la loro migliore soddisfazione possibile.

Pertanto, sul presupposto che l'organo amministrativo, dovendo riconoscere tempestivamente la situazione di crisi ⁽⁹³⁾ abbia l'obbligo di porre in essere un "intervento *anticipato* prima che l'impresa versi in gravi difficoltà" e una "*ristrutturazione precoce* per preservare le parti di attività economicamente sostenibili" ⁽⁹⁴⁾, tra le "misure opportune"

⁹³ MONTALENTI, *La gestione*, cit., p. 823 ss., obbligo che dovrebbe essere correttamente adempiuto grazie al rispetto del principio di adeguatezza degli assetti (su cui v. il cap. II, par. 4), il quale implica altresì l'opportunità di avvalersi di pareri e consulenze professionali esterne ove necessario ai fini dell'adozione di una determinata decisione: cfr. SANDER – SCHNEIDER, *Die Pflicht der Geschäftsleiter zur Einholung von Rat*, in *ZGR* 2013, 725–759. V. altresì MOKAL – ARMOUR, *The New UK Corporate Rescue Procedure – The Administrator's Duty to Act Rationally* (May 2004), reperibile su www.ssrn.com; con riferimento, in particolare, all'importanza della prevenzione della crisi nel sistema bancario, v. RUDOLPH, *Die internationale Finanzkrise: Ursachen, Treiber, Veränderungsbedarf und Reformansätze*, in *ZGR* 2010, 1 – 47. Inoltre, poiché un ruolo fondamentale dell'organo amministrativo è costituito dallo sviluppo di un'architettura complessiva specifica sul finanziamento della società e dal suo monitoraggio, per l'importanza, anche, di valutare la responsabilità degli amministratori in base alle scelte dagli stessi operate nell'ambito di operazioni di finanziamento v. SEIBT, *Pflichten der Geschäftsleitung bei Eingehung von Finanzierungsgeschäften – in Normalund Krisenzeiten des Unternehmens*, in *ZIP* 2013, 1597.

⁹⁴ Cfr. Relazione alla Proposta di Direttiva – 1. Contesto – Motivi e obiettivi, secondo la quale, al fine di porre in essere i suddetti interventi anticipati di salvataggio dell'impresa, "si dovrebbe sopprimere l'obbligo del debitore di presentare istanza di fallimento finché è ancora in un processo di ristrutturazione formale, in quanto tale istanza potrebbe impedire il conseguimento degli obiettivi della ristrutturazione". Inoltre, dati gli alti costi di ristrutturazione (tra cui le consulenze professionali) che le piccole e medie imprese, soprattutto in caso di difficoltà finanziaria, non hanno la possibilità di sostenere, sarebbe più che "opportuno predisporre strumenti di allerta che segnalino ai debitori l'urgenza di agire. Al fine di aiutare tali imprese a ristrutturarsi a basso costo, dovrebbero essere elaborati a livello nazionale modelli di piani di ristrutturazione disponibili online", che i debitori dovrebbero poter usare e adattare alle loro esigenze e alle specificità della propria impresa (cfr. Considerando n. 13, nonché l'art. 8, comma 2 della Direttiva). Difatti, "quanto prima il debitore è in grado di individuare le proprie difficoltà finanziarie e prendere le misure opportune, tanto maggiore è la probabilità che eviti un'insolvenza imminente o, nel caso di un'impresa la cui sostenibilità economica è definitivamente compromessa, tanto più ordinato ed efficace sarà il processo di liquidazione. È opportuno pertanto dare informazioni chiare sulle procedure di ristrutturazione

auspicate dalla Direttiva (⁹⁵), in virtù dei doveri di diligenza, adeguatezza e fedeltà si può immaginare a carico degli amministratori, ove venga riscontrato il grave rischio di perdita della continuità

preventiva disponibili e predisporre strumenti di allerta per spingere i debitori che cominciano ad avere problemi finanziari ad *agire in una fase precoce*. Tra i possibili meccanismi di allerta dovrebbero figurare *obblighi di contabilità e monitoraggio in capo al debitore o ai dirigenti del debitore e obblighi di segnalazione nell'ambito dei contratti di prestito*. Si potrebbero inoltre *incoraggiare od obbligare*, a norma del diritto nazionale, *i terzi in possesso di informazioni rilevanti*, come i contabili e le autorità fiscali e di sicurezza sociale, *a segnalare gli andamenti negativi*" (Considerando n. 16). In particolare, "è opportuno che il debitore possa disporre di un quadro di ristrutturazione che gli consenta di far fronte alle difficoltà finanziarie in una *fase precoce, quando è probabile che l'insolvenza possa essere evitata e la continuazione dell'attività assicurata*. Per cui, il quadro di ristrutturazione "dovrebbe essere disponibile *prima* che il debitore *sia insolvente* ai sensi del diritto nazionale, ossia prima che soddisfi le condizioni per avviare una procedura concorsuale per insolvenza" (v. Considerando 17). Al fine di evitare abusi della procedura, tuttavia, è altresì necessario "che le difficoltà finanziarie del debitore riflettano una probabilità di insolvenza e che il piano di ristrutturazione sia tale da impedire l'insolvenza e garantire la sostenibilità economica dell'impresa")

⁹⁵ Nella Direttiva infatti si legge che per "promuovere ulteriormente la ristrutturazione preventiva è importante garantire che i *dirigenti* non siano dissuasi dal prendere decisioni commerciali ragionevoli o dal correre rischi commerciali *ragionevoli*, in particolare ove potrebbero migliorare le probabilità di successo della ristrutturazione di un'impresa *potenzialmente economicamente sostenibile*. Qualora l'impresa versi in difficoltà finanziarie, i dirigenti dovrebbero prendere le *misure opportune*, quali: richiedere consulenza professionale, anche sulla ristrutturazione e sull'insolvenza, ad esempio facendo ricorso a *strumenti di allerta*, se del caso; proteggere gli attivi della società in modo da massimizzarne il valore ed evitare perdite di attivi fondamentali; esaminare la struttura e le funzioni dell'impresa per valutarne la sostenibilità economica e ridurre le spese; non impegnare l'impresa in tipi di operazioni che potrebbero essere oggetto di azioni revocatorie, a meno che sussista un'adeguata giustificazione commerciale; proseguire gli scambi commerciali nelle circostanze in cui è opportuno per *massimizzare il valore della continuità aziendale* e avviare *trattative con i creditori e procedure di ristrutturazione preventiva*. Se il debitore è prossimo all'insolvenza, è inoltre importante proteggere i legittimi interessi dei creditori da decisioni di gestione che potrebbero ripercuotersi sulla costituzione della massa fallimentare, in particolare se tali decisioni possono avere l'effetto di diminuire ulteriormente il valore della massa disponibile per la ristrutturazione o la distribuzione ai creditori. È pertanto necessario che in tali circostanze i dirigenti evitino condotte che, deliberatamente o per grave negligenza, determinano l'arricchimento personale a spese delle parti interessate, ad esempio accettando operazioni sottovalore o intraprendendo azioni che portano a ingiusta preferenza di una o più parti interessate rispetto alle altre" (cfr. il Considerando 36).

aziendale di tipo finanziario ⁽⁹⁶⁾, un particolare “dovere di legame” (quello che in tedesco viene definito *Pflichtbindung*) avente ad oggetto l’elaborazione un piano (cd. *Planentwurfspflicht*) che preveda la *miglior soddisfazione possibile per tutti* i soggetti interessati nell’ambito di una procedura di concordato preventivo per anticipare e prevenire gli effetti negativi del fallimento ⁽⁹⁷⁾, specialmente “la stigmatizzazione sociale,

⁹⁶ Rischio da valutare in base a indicatori *finanziari gravi*, tra cui deficit patrimoniale, capitale circolante netto negativo, bilanci storici o prospettici che mostrano *cash flow* negativi, incapacità di pagare i debiti alla scadenza (sul rischio di perdita della continuità aziendale, v. più diffusamente il par. 2 del cap. I).

⁹⁷ Invero, in Germania si discute già da tempo dell’opportunità d’introdurre una *vorinsolvenzlichen Sanierungsverfahren*, ossia una procedura di risanamento da avviare *prima* dell’insorgere della materiale insolvenza del debitore: cfr. BORK, *Grundfragen des Restrukturierungsrechts*, in *ZIP* 2010, 397; EIDENMÜLLER, *Reformperspektiven im Restrukturierungsrecht*, cit.; BORK, *Pflichten der Geschäftsführung*, cit.; ID., *Vorinsolvenzliches Sanierungsverfahren: Schuldverschreibungsgesetz analog?*, in *ZIP* 2011, 2035. Ultimamente, GRÜNEWALD, *Mehrheitsherrschaft und insolvenzrechtliche Vorauswirkung*, cit., il quale, in particolare, nota che una simile procedura potrebbe trovare applicazione nell’ambito delle procedure di protezione (*Schutzschirmverfahrens*) istituite dall’*ESUG* al § 270b ss. *InsO*, mediante le quali si dà la possibilità alle imprese debitorie di far “accedere” i creditori al proprio patrimonio *prima* dell’effettivo ingresso in una procedura di fallimento vera e propria (ovvero la possibilità di aprire i negoziati con i creditori relativamente a quale tipo di procedura realizzare e quale *Insolvenzplan* attuare). Non appare tuttavia condivisibile la prospettiva dell’A. secondo cui un simile *Planentwurfspflicht* dovrebbe essere ascritto anche ai *creditori* della società perché, col verificarsi dell’insolvenza materiale, si verrebbe a creare una situazione di gruppo tra la società e i suoi creditori, ossia un “gruppo d’insolvenza” (*Insolvenzgruppe*) e dunque l’elemento fondante di questa particolare situazione di gruppo sarebbe l’insufficienza del patrimonio debitorio per l’adempimento di tutti i debiti (per cui il punto di riferimento comune dei rispettivi interessi dei soci e dei creditori sarebbe il comune patrimonio debitorio). V’è infatti da notare che, laddove la società sia florida può dirsi sussistere una sorta di fine comune tra soci e creditori (perché se la società guadagna anche i creditori ne traggono profitto). In situazioni di crisi, al contrario, il conflitto d’interessi tra soci e creditori si acuisce di molto (e v. *supra*, cap. I, par. 1), poiché sia gli uni che gli altri vorrebbero ottenere la massima soddisfazione possibile: per cui in situazioni di pre-insolvenza appare assai arduo configurare le due categorie come un insieme di diversi interessi individuali ma riuniti in un unico complesso volto a perseguire un fine comune (cioè, un gruppo), ragion per cui non sembra poter sussistere un “dovere di legame” in capo ai creditori tale da imporre loro l’elaborazione di un piano seguendo come “stella polare” il principio della migliore soddisfazione possibile di tutti i membri del gruppo d’insolvenza, compresi i soci di minoranza e i creditori cd. deboli. Difatti, in un mondo che non sia un’*Idealbild* appare poco probabile che un creditore, che già rischia di

le conseguenze giuridiche, quali l'interdizione dell'imprenditore dall'accesso all'attività imprenditoriale e dal suo esercizio, e l'incapacità di far fronte ai propri debiti" (cfr. Considerando 37). Ciò, in particolare, nell'ipotesi in cui la società sia "*potenzialmente economicamente sostenibile*", ossia possa avere un valore ancora in qualche misura "attivo" (ad esempio, perché, nonostante il rischio d'insolvenza o l'insolvenza vera e propria, possiede un patrimonio immobiliare o immateriale consistente, per cui può anche accadere che l'attivo superi il passivo ⁽⁹⁸⁾), configurandosi questa un'ipotesi in cui tale *shifting duty* impone di tenere in considerazione *anche* l'*Erhaltungsinteresse* dei soci. In questi casi, cioè, la migliore soddisfazione possibile per tutte le parti interessate in una prospettiva di continuazione dell'impresa richiede agli amministratori di redigere un piano che preveda una continuazione *soggettiva* dell'attività, anche, ove necessario, di tipo cd. misto (dunque mediante cessione di uno o più rami d'azienda o di beni non strumentali al *core business* ⁽⁹⁹⁾) ⁽¹⁰⁰⁾, evitando, salvo casi eccezionali, l'"esproprio" dei soci, giacché questi

vedere pregiudicate le proprie ragioni, si preoccupi anche di pensare alle sorti dei suoi "avversari" (perché, in fin dei conti, tali sono i soci nell'ottica dei creditori di una società in situazione di pre-insolvenza). Sull'importanza della prevenzione e (poi) gestione della crisi, v. VEIL, *Krisenbewältigung durch Gesellschaftsrecht – Verlust des halben Kapitals*, cit.; con riferimento, in particolare, alla GmbH, v. GOETTE, *Krisenvermeidung und Krisenbewältigung in der GmbH – Überblick*, in ZGR 2006, 261–280; KLEINDIEK, *Krisenvermeidung in der GmbH: Gesetzliches Mindestkapital, Kapitalschutz und Eigenkapitalersatz*, in ZGR 2006, 335–365.

⁹⁸ Sebbene non si tratti dell'unico esempio possibile: infatti, anche una società priva d'immobili può acquistare nuovamente una produttività dopo l'esecuzione del concordato.

⁹⁹ Cfr. CINCOTTI – NIEDDU ARRICA, *Continuità aziendale*, cit., p. 8 ss., i quali notano che, secondo le *best practices* accreditate dalla prassi e dalla dottrina aziendalistica, i piani cd. misti (previsti dall'art. 186-bis, comma 1, l.f.) che prevedono una combinazione tra le differenti tipologie rappresentate dal concordato con continuità aziendale "pura" (o soggettiva) e concordato liquidatorio, sono i più proficui per un efficace risanamento.

¹⁰⁰ Come si accennava anche *supra* (par. 4), anche l'art. 5, comma 1, della Direttiva sembrerebbe preferire, ove possibile, non il totale spossessamento ma la continuità aziendale soggettiva.

(soprattutto quelli di minoranza) sono allo stato attuale degli spettatori totalmente inerti sia *ante* che *durante* procedura, salvo il diritto di opposizione nel merito (per cui, a titolo d'esempio, sarebbe auspicabile che, in presenza di un aumento di capitale, venisse garantito in prima battuta il diritto di opzione ai soci). Il tutto, ovviamente, a condizione che il piano preveda il miglior soddisfacimento possibile per i creditori, sebbene ciò significhi che essi non otterranno un soddisfacimento integrale delle loro ragioni: in primo luogo, infatti, il patrimonio sociale non verrà totalmente destinato al loro pagamento (non trattandosi di un concordato liquidatorio); in secondo luogo, una volta eseguito il concordato nel termine massimo di cinque anni, quello che la società produrrà verrà destinato interamente a vantaggio dei soci, grazie anche al disposto dell'art. 184 l.f.

Invero, la legittimità di un simile meccanismo si deduce da vari argomenti: da un lato, infatti, i concordati con continuità soggettiva devono essere ritenuti perfettamente leciti per espressa previsione dell'art. 186-*bis* l.f., che si configura come un *caso legale di limitazione della responsabilità ex art. 2740 c.c.*, per cui evidentemente in ambito concordatario la legge (e quindi anche il giudice) non si attende che il debitore adempia *sempre* le sue obbligazioni con *tutti* i suoi beni presenti e *futuri* ⁽¹⁰¹⁾; dall'altro lato, è il principio di maggioranza che permette di affermarne la correttezza, poiché “consente, nel rispetto delle regole formali di formazione del consenso, di conformare le pretese di tutti i creditori, anche quelli di minoranza” ⁽¹⁰²⁾. Anzi, quando il concordato con continuità soggettiva permette di “attribuire

¹⁰¹ Questo argomento, tuttavia, non sarebbe decisivo per D'ATTORRE, *Concordato preventivo e responsabilità patrimoniale del debitore*, paper presentato in occasione del V Convegno annuale dell'Associazione “Orizzonti del Diritto Commerciale”, *L'impresa e il diritto commerciale: innovazione, creazione di valore, salvaguardia del valore nella crisi*, Roma, 21-22 febbraio 2014, p. 9 ss., reperibile su www.orizzontideldirittocommerciale.it.

¹⁰² Cfr. D'ATTORRE, *op. ult. cit.*, p. 10-11. Sul principio di maggioranza nel concordato italiano, v. i riferimenti alla precedente nota 53.

ai creditori un trattamento *migliorativo* rispetto a quello ottenibile con la liquidazione dell'intero (...) patrimonio [del debitore], perché *le risorse generate dalla prosecuzione dell'attività* sono repute *superiori al ricavato della liquidazione* dei beni, la regola della maggioranza consente, più che una deroga, una più forte attuazione del principio sancito dall'art. 2740 c.c.” Inoltre, laddove “i ricavi rinvenienti dalla continuazione dell'attività per il periodo di piano siano destinati, almeno in parte, ai creditori, il patrimonio complessivo del debitore messo a disposizione dei creditori potrà quindi essere *superiore all'intero patrimonio attuale*, con conseguente *massimizzazione dell'interesse dei creditori*”, non passando la migliore tutela dell'interesse dei creditori necessariamente attraverso la liquidazione dell'intero patrimonio attuale del debitore ⁽¹⁰³⁾.

Se così è, ne consegue che in tale ipotesi non dovrebbero nemmeno sussistere fondate ragioni per la proposizione di proposte concorrenti parassitarie, e che, ove mai simili proposte dovessero intervenire (ed allora, a soli scopi abusivi), sarebbe del tutto auspicabile, per le ragioni in precedenza esposte, un accoglimento dell'opposizione eventualmente esercitata dai soci.

¹⁰³ E v. ancora D'ATTORRE, *Concordato preventivo*, cit., p 11-13, in cui pure ampie riflessioni sulla legittimità della cessione parziale dei beni in altre tipologie di concordato, come ad esempio quelli liquidatori.

Conclusioni riassuntive.

1.1. Incominciando il presente lavoro con una riflessione sul rapporto tra interessi dei soci e interessi dei creditori ⁽¹⁾, si è preliminarmente osservato che quando l'impresa è *in bonis* può dirsi sussistere una sorta di “fine comune” tra le due categorie, poiché entrambe tendono a perseguire l'obiettivo che la società produca utili onde ottenere un profitto dalla partecipazione alla vita dell'impresa (*affinità d'interessi reddituali o lucrativi*), nonostante l'intrinseca diversità che caratterizza le due diverse classi comporti la presenza di determinati conflitti anche in una società fiorente (come nelle operazioni di *distribuzioni* ai soci, poiché tali pagamenti riducono l'ammontare dei mezzi propri su cui i creditori fanno affidamento quando decidono di finanziare la società; nonché nel dilemma “minore rischio–minore guadagno” *versus* “maggiore rischio–maggiore guadagno” nel caso di diverse opportunità d'investimento con pari impiego di mezzi).

Essendo poi evidente che il conflitto d'interessi si aggrava in modo notevole quando l'impresa entra in uno stato di “crisi” (con conseguente rischio dei cd. *azzardi morali* dei soci), si è inteso, tuttavia, operare delle precisazioni riguardo la diffusa opinione per la quale, in situazioni di *pre-insolvenza* o anche solo in seguito alla *perdita della continuità aziendale* l'interesse dei creditori debba essere perseguito dagli amministratori della società con maggiore intensità rispetto a quanto non avvenga in situazioni di *going concern*. In particolare, è apparso opportuno operare delle distinzioni all'interno del concetto di “crisi”, nonché specificare cosa s'intende per “*continuità aziendale*”, essendo scopo del presente lavoro rilevare, da un lato, che sebbene la “crisi” nel suo complesso si presti con favore al rischio di comportamenti opportunistici dei soci, non ogni situazione patologica è

¹ V. cap. I, par. 1.

in grado di arrecare un pregiudizio principale e immediato ai creditori; e, dall'altro lato, che anche quando la crisi è ormai concorsuale (e dunque regolata dal diritto fallimentare), anche gli interessi dei soci possono apparire, in certe ipotesi, connotati di una certa rilevanza.

1.2. Procedendo dunque con l'inquadrare il concetto di "crisi" in generale ⁽²⁾, si è osservato che la sua definizione più esatta risulta ricavabile *a contrario* dal paragrafo 2 (*Going Concern Assumption*) del *G5 International Standard on Auditing 570 Going Concern*, secondo cui "in base al presupposto della *continuità aziendale*, un'impresa viene considerata *in grado di continuare a svolgere la propria attività in un prevedibile futuro*": la "crisi", perciò, non è altro che il "rischio di perdita delle prospettive di continuità aziendale". Tale concetto, infatti, ricomprende al suo interno *tutte* le ipotesi di crisi, sia da un punto di vista *tipologico* che per quanto riguarda la *gravità*: gli "eventi o circostanze che possono far sorgere dubbi sul presupposto della continuità aziendale" (cfr. Principio ISA 570), infatti, si dividono in indicatori *finanziari* (alcuni *gravi*, come ad esempio deficit patrimoniale, capitale circolante netto negativo, bilanci storici o prospettici che mostrano *cash flow* negativi, incapacità di pagare i debiti alla scadenza; altri, invece, *più lievi*, come la presenza d'indizi di cessazione del sostegno finanziario da parte dei creditori e l'incapacità di ottenere finanziamenti per lo sviluppo di nuovi prodotti o per altri investimenti necessari o il cambiamento delle forme di pagamento concesse dai fornitori dalla condizione "a credito" alla condizione "pagamento alla consegna"), *gestionali* (quali la perdita di amministratori o di dirigenti chiave senza riuscire a sostituirli; la perdita di mercati fondamentali, di clienti chiave, di contratti di distribuzione, di concessioni o di fornitori importanti o la scarsità nell'approvvigionamento di forniture importanti) e di "altro" genere

² V. cap. I, par. 2.

(come l'indicatore *patrimoniale* rappresentato dalla riduzione del capitale al di sotto del limite legale, o dalla non conformità del capitale ad altre norme di legge). Non essendo tale elenco esaustivo, come specifica lo stesso Principio, a tali “*Events or Conditions That May Cast Doubt about Going Concern Assumption*” è quindi ben possibile aggiungere anche indicatori *economico-reddituali*, come la diminuzione della produzione e degli investimenti, il rallentamento degli acquisti, la progressiva riduzione del fatturato e quindi degli utili; oppure ulteriori indicatori patrimoniali, come ad esempio la perdita del capitale *oltre un terzo* (sebbene non al disotto del minimo legale) o anche in misura *inferiore* a detto *terzo* (sempre che in quest'ultimo caso, ovviamente, le perdite non siano da ricondurre a situazioni fisiologiche della vita dell'impresa).

Alla luce del Principio ISA 570, nonché degli studi di economia aziendale (per cui, sebbene si tratti di due aspetti strettamente connessi, non è detto che il *disequilibrio finanziario* significhi sempre *disequilibrio economico-reddituale* e viceversa), all'interno del concetto di “crisi” (*alias* “rischio di perdita del *going concern*”) si sono dunque distinte patologie di diverso tipo: *finanziario*, *patrimoniale*, *gestionale* ed *economico-reddituale* (con possibilità, ovviamente, di un cumulo delle stesse), evidenziando poi come ciascuna sia in grado di pregiudicare in via diretta e immediata gli interessi di *una* particolare categoria di soggetti. Dal che, a seconda della tipologia e della gravità di crisi, cambiano i doveri degli amministratori in riferimento agli interessi da tutelare in via prioritaria, così come cambiano (o devono cambiare) i doveri degli stessi al fine di evitare per quanto possibile l'aggravamento della situazione così come, infine, cambia il ruolo dei soci e quello dei creditori nella gestione della crisi stessa.

1.3. La *crisi finanziaria* nella sua forma più *grave* (rappresentata, ad esempio, da deficit patrimoniale, capitale circolante netto negativo e

incapacità di pagare i debiti alla scadenza, definibile dunque come *grave* rischio di perdita delle prospettive di continuità aziendale *finanziaria* o come *dying concern* finanziario, in caso di accertamento dell'impossibilità, durevole e insuperabile attraverso piani interni di risanamento, di continuare a svolgere la propria attività in un prevedibile futuro), colpisce prima di tutto gli *interessi dei creditori* sociali, i quali rischiano di non vedere soddisfatte le proprie ragioni. Si tratta, quindi, dell'unica ipotesi patologica in grado di ricomprendere al suo interno lo stato di "*crisi*" rilevante ai fini del *concordato preventivo*, la cd. *pre-insolvenza* e, infine, l'*insolvenza* vera e propria (crisi *grave* del finanziamento), poiché è solo quando sopravviene questo tipo di crisi che si pone la necessità di tutela prioritaria dei creditori, essendovi il pericolo che le conseguenze economiche della gestione del patrimonio sociale siano subite soprattutto dai medesimi.

Diversa è invece la crisi *finanziaria* di tipo *più lieve*, rappresentata da fattori che segnalano non il superamento dell'attivo da parte del passivo e l'incapacità di pagare i debiti alla scadenza, ma da una situazione patologica meno grave (ad esempio, prestiti a scadenza fissa e prossimi alla scadenza senza che vi siano prospettive verosimili di rinnovo o rimborso; eccessiva dipendenza da prestiti a breve termine per finanziare attività a lungo termine; indizi di cessazione del sostegno finanziario da parte dei creditori; incapacità di rispettare le clausole contrattuali dei prestiti; incapacità di ottenere finanziamenti per lo sviluppo di nuovi prodotti o per altri investimenti necessari), situazione che comporta dunque un rischio *più lieve* di perdita delle prospettive di continuità aziendale *finanziaria* e che, se non risolta tempestivamente, porterà con tutta probabilità a una crisi finanziaria più grave.

Un'altra forma di crisi è quella *economico-reddituale* (ad esempio, la diminuzione della produzione e degli investimenti, il rallentamento degli acquisti, la progressiva riduzione del fatturato e quindi degli

utili), che può implicare anche una crisi di tipo *gestionale* (rappresentata, ad esempio, dalla perdita di mercati fondamentali, di clienti chiave, di contratti di distribuzione, di concessioni o di fornitori importanti, oppure dalla scarsità nell'approvvigionamento di forniture importanti), patologia a causa della quale la società non è più in grado di generare valore, che può quindi definirsi come rischio di perdita delle prospettive di continuità aziendale *economico-reddituale*. Tale declino economico, se protratto nel tempo, può poi portare la società a chiudere il proprio esercizio in perdita, generando così una crisi di tipo *patrimoniale*, in forma *grave* (come nel caso della perdita di *oltre un terzo* del capitale sociale) oppure *meno grave* (mediante la riduzione del capitale, *al disotto o meno* del minimo legale, in misura *inferiore a un terzo*), definibile allora come (grave o meno grave) rischio di perdita delle prospettive di continuità aziendale di tipo *patrimoniale*.

Si è pertanto osservato che la crisi *finanziaria più lieve*, *economico-reddituale* e *patrimoniale* nel suo complesso non pongono un problema di *solvibilità* dell'impresa (non mettendo in pericolo gli interessi dei creditori in via immediata e principale – o perlomeno non ancora, almeno fino a che tale crisi non si sia combinata a una grave patologia finanziaria) ma, al contrario, colpiscono *prima di tutto* gli interessi *dei soci* a non perdere il valore e la redditività delle proprie partecipazioni (ovvero del proprio *investimento*), ragion per cui si sono potute inquadrare tutte le sopra descritte tipologie di crisi nel più ampio fenomeno di crisi *dell'investimento*, più *grave* (la crisi patrimoniale rappresentata dalla perdita del capitale sociale oltre un terzo) o più *lieve* (le ipotesi di crisi finanziaria più lieve, crisi economico-reddituale e crisi patrimoniale meno grave rappresentata dalla perdita del capitale sociale in misura inferiore a un terzo) ⁽³⁾.

³ V. cap. I, parr. 3 e 4.

2. Procedendo poi ad esaminare nel dettaglio ciascuna macro-tipologia di crisi (crisi dell'*investimento* e crisi del *finanziamento*), si è osservato che, in coerenza con l'inquadramento dato alla *grave* crisi patrimoniale quale (grave) crisi che colpisce prima di tutto l'investimento dei soci, la legge investe l'*assemblea* del *potere* (art. 2446, 1° comma, c.c.) nonché del *dovere* (artt. 2446, 2° comma e 2447 c.c.) di *gestire* la *grave* crisi patrimoniale, al contempo imponendo agli amministratori di adempiere determinati obblighi informativi *nei confronti dei soci* in merito allo stato di crisi della società (*rectius* del proprio *investimento*) attraverso l'immediata convocazione dell'*assemblea* e la redazione – con successiva presentazione in sede assembleare – di una situazione patrimoniale o di un bilancio aggiornati, per cui il meccanismo di cui agli artt. 2446 e 2447 c.c. si configura come una tutela *diretta* e *immediata* (non dei creditori sociali ma) dei soci ⁽⁴⁾.

La legge, tuttavia, impone agli amministratori uno specifico dovere di “reazione” solo di fronte alla *grave* crisi dell'investimento, per cui, pur condividendo il senso del meccanismo di cui agli artt. 2446 e 2447 (2482-*bis* e 2482-*ter*) c.c. nello specifico ambito applicativo per cui è stato congegnato, v'è da ritenere che esso non sia affatto sufficiente né a prevenire la crisi, né – men che meno – a garantire un'adeguata allerta ai soci a tutela del loro investimento. Oltre alla rara applicazione tempestiva degli artt. 2446 e 2447 c.c., si è notato che le suddette disposizioni si ancorano a parametri rigidi e fissi rappresentati dall'ammontare del capitale e delle sue perdite, ma che oggi, tuttavia, l'istituto del capitale sociale va man mano “assottigliandosi”. Poiché sembra invece necessaria una maggiore elasticità rispetto a quanto sancito dagli artt. 2446 e 2447 c.c. con esclusivo riferimento al *capitale sociale* ai fini di un'attivazione tempestiva dell'“allerta” ai soci e, quindi, di un'adeguata (ancor prima

⁴ V. più ampiamente le motivazioni al cap. II, par. 1.

che risoluzione) prevenzione della crisi dell'investimento, si è dunque osservato che la progressività di tale meccanismo sarebbe congegnata in modo più efficace se l'“allarme” suonasse *prima* che la società abbia perso il capitale oltre un terzo del suo ammontare, cioè non appena incomba – secondo le opportune valutazioni dell'organo amministrativo – il rischio meno grave di perdita della continuità aziendale rappresentato (in via alternativa o cumulativa) dalla perdita del capitale in misura *inferiore* a un terzo, dalla crisi *finanziaria più lieve* e dalla crisi *economico-reddituale*. Appare, infatti, di notevole importanza arginare e risolvere quanto prima una patologia dell'investimento prima che essa assuma i connotati della crisi ben più grave di cui ai citati artt. 2446 e 2447 c.c., qualora, ovviamente, si tratti di un declino progressivo – come nella normalità dei casi – e non di una crisi grave che sopraggiunga improvvisamente e in modo del tutto imprevedibile secondo i canoni di diligenza, nel caso della S.p.A., professionale (e ciò anche in un'ottica di tutela – indiretta – dei creditori). Pertanto, con riferimento particolare proprio alla S.p.A., ove vige una netta separazione tra proprietà e gestione dell'impresa, si è evidenziata l'importanza della *correttezza* e dell'*adeguatezza dell'informazione* (quale fondamentale declinazione dei criteri guida dell'operato degli amministratori, rappresentati dalla *correttezza* dell'amministrazione societaria e dall'*adeguatezza* degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili) sia all'interno del consiglio di amministrazione sia nei rapporti intercorrenti tra i vari organi societari, onde perseguire l'obiettivo di una gestione efficiente dell'impresa, in particolare alla luce delle norme di cui agli artt. 2381, 2391, 2391-*bis* e 2392 c.c. ⁽⁵⁾.

Sul presupposto poi che il dovere di agire informato assuma un significato *attivo* per tutti i consiglieri (implicando per i delegati l'obbligo di assicurare un costante flusso informativo al consiglio e per i

⁵ V. cap. II, par. 4.

deleganti l'obbligo di attivarsi per ricevere le informazioni di volta in volta occorrenti affinché detta valutazione possa essere effettuata in maniera appropriata), seppur con la precisazione che, ai fini di valutare l'adempimento del suddetto obbligo positivo di condotta, l'esistenza d'indici d'allarme – che impone agli amministratori di attivarsi – vada accertata non in assoluto, ma tenendo distinta la posizione di ciascun amministratore alla luce della diligenza richiesta dalla natura dell'incarico e dalle specifiche competenze *ex art. 2392*, comma 1, c.c., si è dunque notato che in presenza di indicatori che rilevino un rischio di perdita delle prospettive di continuità aziendale di tipo finanziario più lieve o economico-reddituale, l'inadeguatezza dell'amministratore delegato nell'informarsi diligentemente e nell'informare (prima ancora che l'assemblea) gli altri membri del consiglio sarà senza dubbio rilevante al fine di valutare la responsabilità nella prevenzione della crisi dell'impresa (nella specie, dell'investimento). Ne consegue che in caso di condotta omissiva dell'amministratore delegato, la concreta conoscibilità di fattori indicativi del rischio di perdita della continuità aziendale mediante l'attivazione del potere informativo, in presenza di segnali inequivocabili, comporta l'obbligo degli amministratori non esecutivi e, in seconda battuta, dei sindaci di attivarsi in tal senso, in caso contrario incorrendo nella relativa responsabilità, ove vi sia un danno causalmente connesso all'omissione. Il profilo informativo endoconsiliare assume quindi un ruolo fondamentale nell'ambito della regolamentazione dei rapporti tra i consiglieri non esecutivi e i delegati, poiché un'appropriata ed esauriente circolazione delle informazioni costituisce una condizione indispensabile per prevenire non solo comportamenti scorretti, ma anche l'insorgere della crisi, per cui si è osservato che in caso di violazione del dovere di agire informato di gravità tale da poter essere considerata irrazionale, non dovrebbe

applicarsi la *business judgement rule* tanto agli organi delegati quanto agli amministratori deleganti.

Evidenziato dunque che la responsabilità dell'amministratore per non aver percepito tempestivamente la crisi si riconnette necessariamente con l'art. 2381 c.c. (poiché solo un'amministrazione societaria "adeguatamente" organizzata può cogliere prontamente i segnali di una crisi, e che l'adeguatezza degli assetti è a sua volta strettamente collegata con l'adeguatezza dell'informazione intraconsiliare), si è poi sottolineata la necessità che tale principio riceva una corretta applicazione anche nei rapporti tra il consiglio di amministrazione e gli altri organi societari soprattutto qualora sorgano "*significant doubts*" in merito all'esistenza della continuità aziendale, poiché l'adeguatezza degli assetti societari presuppone il mantenimento di un (altrettanto) adeguato flusso informativo tra tutti gli organi, specie tra revisore e organo amministrativo, nonché tra questo e l'assemblea (in virtù, in quest'ultimo caso, del principio di *parità di trattamento* dei soci al fine, in particolare, di tutelare le esigenze conoscitive delle *minoranze*); il tutto alla luce, anche, del diritto europeo, della normativa interna di settore, specie in materia bancaria, nonché nelle regole di *best practice* statunitensi ⁽⁶⁾.

Con riferimento in particolare al rapporto tra assemblea e amministratori, si è quindi osservato che, in coerenza con il potere dei soci di gestire la crisi dell'investimento – e, in generale, di adottare tutte quelle decisioni capaci di modificare sensibilmente le condizioni e le caratteristiche della *struttura dell'investimento* effettuato dai soci, *id est* la *struttura della società* – alla luce della presa di coscienza che ai fini (prima) di una gestione efficiente dell'impresa e prevenzione della crisi d'impresa nonché (poi) dell'emersione e (eventuale) superamento della stessa sia essenziale l'adeguatezza e la tempestività dei processi informativi tra tutti gli organi societari, una soluzione opportuna

⁶ V cap. II, par. 5.

potrebbe essere rappresentata dall'*applicazione anticipata* dell'art. 2446, comma 1, c.c.: ossia dalla convocazione senza indugio dell'assemblea non appena venga riscontrata dagli amministratori l'esistenza di uno o più indicatori in grado di compromettere le prospettive di continuità aziendale finanziaria più lieve o economico-reddituale; di riduzione del capitale in misura *inferiore al terzo* (ove le perdite non siano da ricondurre a momenti fisiologici della vita dell'impresa), soprattutto nell'ipotesi in cui l'ammontare del capitale risulti *inferiore* al limite legale. Pertanto, in caso d'inerzia dell'organo amministrativo, sarà premura del collegio sindacale convocare l'assemblea (ai sensi dell'art. 2406, *primo* comma, c.c. ovvero dell'art. 151, comma 2, T.U.F. o, in alternativa, del *secondo* comma dell'art. 2406, ove si ritenga che all'interno della categoria dei "fatti censurabili" possa rientrarvi anche la presenza di fattori che indichino il rischio di prevedibile perdita della continuità aziendale).

3. Passando poi ad esaminare la crisi *grave* del *finanziamento* ⁽⁷⁾, si è osservato come, al contrario, il ruolo dei soci nella gestione di tale patologia si riveli pressoché inesistente, poiché è agli amministratori di società di capitali che la legge fallimentare attribuisce oggi, in particolare, la competenza a deliberare la proposta e le condizioni del concordato preventivo o fallimentare ⁽⁸⁾, per la ragione che la grave crisi finanziaria rischia di pregiudicare in via principale e immediata i finanziatori terzi; per cui, se la decisione sull'ingresso o meno a una procedura regolata della crisi fosse lasciata alla competenza dei soci, questi potrebbero porre in essere comportamenti opportunistici a spese dei creditori. Con ciò, la normativa fallimentare ha sancito una vistosa *eccezione* alla normativa codicistica – che, invece, attribuisce la

⁷ V. cap. III, par. 1.

⁸ Salva ovviamente una diversa previsione statutaria (cfr. artt. 152, comma 2; 161, comma 4 e 187, comma 2 l.f.).

gestione dell'investimento (e della relativa crisi) ai soci – giacché l'avvio di una procedura concorsuale (e in particolare, ai fini del presente lavoro, del concordato preventivo) rappresenta una delle più gravi ipotesi di scelte capaci d'incidere profondamente sulla struttura della società e, quindi, sulla struttura dell'investimento, soprattutto quando la proposta di concordato non abbia contenuto puramente solutorio o liquidativo, ma presenti i caratteri di un vero e proprio piano di riorganizzazione della società in crisi o insolvente con l'intervento di terzi estranei alla compagine sociale.

Con l'investitura del potere di chiedere il concordato agli amministratori, la legge ha inteso dunque sottolineare un'*inversione* per quanto riguarda gli obiettivi di gestione: all'opposto di quanto avviene nel diritto extra-concorsuale, ove gli amministratori di una società *in bonis* hanno come *obiettivo* la creazione di valore per i soci seppur nel *limite* della soddisfazione dei creditori, in ambito concorsuale, al contrario, è la necessità di soddisfare i creditori nel miglior modo possibile che assurge a *obiettivo* dell'operato degli amministratori. Eppure, anche qui appare necessario individuare un *limite*, speculare, rappresentato dall'interesse dei soci a vedere tutelato il proprio investimento: il che vale a dire che gli amministratori hanno il compito d'individuare soluzioni eventualmente capaci di *conciliare* l'interesse dei soci con quello dei creditori al miglior soddisfacimento del proprio credito, poiché in una situazione di crisi non appare corretto escludere a priori una possibilità di tutela per l'interesse dei soci qualora il suddetto obiettivo sia raggiunto, ossia, in particolare, nel caso in cui sussistano più alternative concordatarie concretamente praticabili nella neutralità per il soddisfacimento dei creditori. Infatti, sebbene la grave crisi finanziaria significhi, nella stragrande maggioranza dei casi, che il patrimonio netto della società ha un valore negativo, in talune ipotesi (seppur eccezionali) una simile crisi può non implicare necessariamente l'insufficienza del patrimonio sociale, per

cui in tali eventualità non può essere esclusa *in toto* la necessità e la meritevolezza di una qualche forma di tutela per l'interesse al mantenimento della partecipazione di cui sono titolari i soci (*Erhaltungsinteresse*); tenuto conto, in particolare, che a seguito dell'introduzione delle proposte concorrenti e dell'"esproprio concordatario" ex art. 163, comma 4, l.f. (nonché dell'auspicata introduzione della possibilità per i terzi di *proporre* la stessa *domanda di ammissione alla procedura* di concordato ⁽⁹⁾), oggi gli stessi soci, pur essendo i principali destinatari degli effetti giuridici (anche gravi) di una procedura regolata della crisi, risultano del tutto estranei a qualsivoglia forma di partecipazione sia in ordine alla scelta su *an* e *quomodo* della procedura sia, poi, alla concreta gestione della stessa a causa, in particolare, dell'esclusione dei soci dalla possibilità di votare, sullo stesso piano dei creditori, per l'approvazione della proposta di concordato ⁽¹⁰⁾.

Con riferimento al ruolo degli amministratori ⁽¹¹⁾, si è dunque espressa la necessità che i medesimi, pur nel tentativo di garantire ai creditori il miglior soddisfacimento possibile, non sottovalutino l'importanza della ricerca, ove ciò sia possibile, di un contemperamento tra le diverse posizioni d'interesse, *rectius* la loro migliore soddisfazione possibile. Sul presupposto dunque che l'organo amministrativo, dovendo riconoscere tempestivamente la situazione di crisi abbia l'obbligo di porre in essere un "intervento *anticipato* prima che l'impresa versi in gravi difficoltà" e una "*ristrutturazione precoce* per preservare le parti di attività economicamente sostenibili" ⁽¹²⁾, tra le "misure opportune" auspiccate dalla Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio riguardante i quadri di ristrutturazione

⁹ Cfr. cfr. *Schema di disegno di legge recante "Delega al Governo per la riforma organica delle discipline della crisi di impresa e dell'insolvenza"*, art. 4.

¹⁰ V. cap. III, par. 2.

¹¹ V. cap. III, par. 4.

¹² Cfr. Relazione alla Proposta di Direttiva – 1. Contesto – Motivi e obiettivi.

preventiva, in virtù dei doveri di diligenza, adeguatezza e fedeltà si è ipotizzato a carico degli amministratori, non appena venga riscontrato il grave rischio di perdita della continuità aziendale di tipo finanziario, un particolare “dovere di legame” (*Pflichtbindung*) avente ad oggetto l’elaborazione tempestiva di un piano (*Planentwurfspflicht*) che preveda la *miglior soddisfazione possibile per tutti* i soggetti interessati nell’ambito di una procedura di concordato preventivo (anticipando e prevenendo, quindi, gli effetti negativi del fallimento). Ciò, in particolare, nell’ipotesi in cui la società sia “*potenzialmente economicamente sostenibile*”, ossia possa avere un valore ancora in qualche misura “attivo” (ad esempio, perché, nonostante il rischio d’insolvenza o l’insolvenza vera e propria, possiede un patrimonio immobiliare o immateriale consistente, per cui può anche accadere che l’attivo superi il passivo), configurandosi questa un’ipotesi in cui tale *shifting duty* impone di tenere in considerazione *anche* l’*Erhaltungsinteresse* dei soci. In questi casi, cioè, la migliore soddisfazione possibile per tutte le parti interessate in una prospettiva di continuazione dell’impresa richiede agli amministratori di redigere un piano che preveda una continuazione *soggettiva* dell’attività (anche, ove necessario, mediante cessione di beni non strumentali al *core business*), evitando, salvo casi eccezionali, l’“esproprio” dei soci. Il tutto, ovviamente, a condizione che il piano preveda il miglior soddisfacimento possibile, sebbene non integrale, dei creditori, il che permetterà comunque di attribuire agli stessi “un trattamento migliorativo rispetto a quello ottenibile con la liquidazione dell’intero suo patrimonio, perché le risorse generate dalla prosecuzione dell’attività sono reputate superiori al ricavato della liquidazione dei beni” ⁽¹³⁾.

¹³ D’ATTORRE, *Concordato preventivo e responsabilità patrimoniale del debitore*, cit., p.11-13.

Con riferimento, invece, alla necessità di una tutela dei soci, sulla scorta del recente orientamento dell'Unione Europea (cfr. la Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio riguardante i quadri di ristrutturazione preventiva) ⁽¹⁴⁾ nonché delle scelte operate, in particolare, dall'ordinamento tedesco ⁽¹⁵⁾, si sono espresse due posizioni ⁽¹⁶⁾: una, *de iure condendo*, che, vede con favore l'attribuzione ai soci del *voto* in ordine all'approvazione della proposta di concordato preventivo al fine di garantire agli stessi una partecipazione attiva al processo di riorganizzazione societaria, sulla base della dubbia conformità di tale esclusione dal voto ai nostri principi costituzionali, in particolare quello di cui all'art. 42, comma 2, secondo cui "la *proprietà privata* è riconosciuta e garantita dalla legge" (giacché con la procedura di concordato si decidono le sorti di un'entità che, quantomeno fino all'omologazione, rappresenta ancora una *proprietà dei soci*), in stretta connessione con il *principio di uguaglianza* di cui all'art. 3 della Carta (cui è stato attribuito il compito di garanzia dell'autonomia privata *in negativo*, dal quale scaturirebbe, cioè, il divieto d'imporre giuridicamente agli altri le proprie decisioni). Infatti, se si è posto il problema della compatibilità tra autonomia privata e concordato con riferimento alla vincolatività di quest'ultimo anche nei confronti dei creditori dissenzienti, per l'effetto invasivo che esso può avere sulla sfera giuridica (anche) dei creditori che non abbiano espresso il proprio consenso alla proposta *eppure abbiano partecipato alla votazione*, il problema si pone, a maggior ragione, per i soci, della cui proprietà si tratta e che, tuttavia, *rimangono esclusi dal voto* sia *ex latere debitoris* in virtù dell'art. 152, comma 2, lett. b), l.f., sia *ex latere creditoris*, in sede di adunanza per l'approvazione della proposta. Poiché, poi, a livello generale tale problema è stato risolto,

¹⁴ V. cap. III, par. 3.

¹⁵ V. cap. III, par. 2.

¹⁶ V. cap. III, par. 3.

positivamente, nel senso che il principio di maggioranza è compatibile con la tutela della posizione del singolo quando sia rispettata l'osservanza del metodo collegiale e, al contempo, sussista il perseguimento di un interesse comune da parte della maggioranza (per cui in ambito concordatario il creditore in conflitto d'interessi viene escluso dal voto oppure inserito in una classe separata), è sembrato che l'"immunizzazione" dei soci (anch'essi in conflitto con la categoria – in questo caso generale – dei creditori) non possa legittimamente avvenire mediante l'esclusione dal voto proprio per la stretta connessione, in ambito concordatario, tra tutela della proprietà privata e principio di uguaglianza "in negativo", ovvero sia tra proprietà della partecipazione e diritto di voto, soprattutto essendo l'impresa sotto concordato (sia preventivo che fallimentare) un'entità in "disfunzione" ma non ancora *in articulo mortis*. Al contrario, si è auspicato che tale "immunizzazione" avvenga mediante l'inserimento (obbligatorio) dei soci in una classe a parte secondo la propria peculiare posizione giuridica e gli interessi economici omogenei (cfr. art. 160, comma 1, lett. c-d), ed eventualmente in diverse classi a seconda dei diversi diritti goduti, in virtù dei principi costituzionali di tutela della proprietà privata, di uguaglianza e parità di trattamento di tutti gli aventi diritto.

Un'altra posizione, poi, *de iure condito*, sul presupposto che la formula del secondo comma dell'art. 180 l.f., riferendosi a "qualsiasi interessato", è in grado di ricomprendere anche i soci, è volta a ritenere che il singolo socio possa esercitare il diritto di opposizione in sede di omologazione del concordato portando al giudice l'esame anche sul *merito* della proposta, contestandone la convenienza come consente l'art. 180, comma 4, l.f., indipendentemente dai requisiti numerici eventualmente ivi previsti (ossia il venti per cento dei crediti ammessi al voto in caso di mancata formazione delle classi), per la ragione che tale presupposto non è per definizione applicabile ai soci, essendo

questi esclusi dal voto. Si è osservato che le motivazioni alla base della necessità, per i soci, di un diritto di opposizione nel merito *uti singuli*, sono, invero, le medesime che portano ad affermare l'opportunità, *de iure condendo*, dell'attribuzione del voto per l'approvazione della proposta anche ai soci: essi, infatti, pur non avendo alcuna voce in capitolo riguardo al merito della proposta – giacché rimangono totalmente estranei sia dalla decisione su *an* e *quomodo* della stessa, sia dallo svolgimento della procedura mediante la valutazione sul merito della proposta stessa attraverso la votazione – sono obbligati a sottostare a una decisione sulle sorti della loro società eppure presa da terzi, in contrasto con i principi costituzionali di tutela della proprietà privata, di uguaglianza “in negativo” e parità di trattamento, ragion per cui l'unico correttivo in grado di “salvare” la legittimità di simili privazioni appare essere proprio il diritto di opposizione nel merito.

Si è poi precisato che anche l'opposizione del socio, ovviamente, dev'essere soggetta al *divieto di blocco pretestuoso*, vale a dire con possibilità di omologa “obbligata” ove l'esecuzione del concordato possa soddisfare i soci oppositori in misura non inferiore rispetto alle alternative concretamente praticabili.

In particolare, si è notato che un caso in cui il diritto di opposizione del socio potrebbe trovare ragionevole applicazione è, ad esempio, quello in cui l'organo amministrativo della società debitrice presenti una proposta di concordato con continuità aziendale che preveda la continuazione dell'impresa in capo alla società stessa, poiché può ben accadere che venga poi presentata una proposta concorrente parassitaria che adotti *tout court* il piano presentato dalla società debitrice ma che, a differenza di questo, preveda una continuità di tipo oggettivo, ossia il trasferimento dell'intera azienda a terzi: ebbene, in tal caso la proposta debitoria appare con tutta probabilità destinata a rivelarsi un buco nell'acqua, essendo il diritto di voto prerogativa dei creditori. Analogamente, anche nell'ambito di una

procedura fallimentare che presenti una prevalenza dell'attivo sul passivo può accadere che un terzo presenti una proposta di concordato fallimentare di tipo "ostile" a quella del debitore volta a conseguire l'eventuale residuo attivo al momento della chiusura della procedura, che altrimenti sarebbe spettato al fallito.

In questi casi, si è osservato che se la misura del soddisfacimento delle pretese creditorie nelle diverse proposte è *sostanzialmente analoga*, allora non può che diventare decisivo l'interesse dei soci, i quali, perciò, dovrebbero avere il diritto di opporsi e, poi, di vedere accolta l'opposizione (cfr. anche l'art. 10, comma 2, lett. b della Direttiva): in questi casi, cioè, l'interesse del socio al mantenimento della partecipazione dovrebbe trovare un riconoscimento quale *limite* all'interesse del creditore, poiché quest'ultimo riceve *comunque* la massima tutela possibile.

BIBLIOGRAFIA

Indice degli Autori

- ABBADESSA, *La gestione dell'impresa nella società per azioni. Profili organizzativi*, Milano, 1975;
- ABBADESSA, *L'assemblea: competenza*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo – Portale, Vol. III, Torino, 1994, p. 31 ss.;
- ABBADESSA, *Profili topici della nuova disciplina della delega amministrativa*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da Abbadessa – Portale G.B., Torino, 2007, II, p. 489 ss.;
- ABBADESSA, *La competenza assembleare in materia di gestione nella società per azioni: dal codice alla riforma*, in *L'attività gestoria nelle società di capitali. Profili di diritto societario italiano e spagnolo a confronto*, a cura di Sarcina – García Cruces, Bari, 2010, p. 73 ss.;
- ABBADESSA – MIRONE, *Le competenze dell'assemblea nelle s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2010, II-III, p. 269 ss.;
- ABRIANI, *Finanziamenti «anomali» dei soci e regole di corretto finanziamento nella società a responsabilità limitata*, in *Il diritto delle società oggi – innovazioni e persistenze, Studi in onore di Giuseppe Zanarone*, a cura di P. Benazzo, M. Cera, S. Patriarca, Torino, 2011, p. 319 ss.;
- ABRIANI, *La riduzione del capitale sociale nelle S.p.A. e nelle S.r.l.: profili applicativi*, in *Le operazioni sul capitale sociale: casi pratici e tecniche di redazione del verbale notarile, Quaderni della fondazione del notariato*, Milano 2008;
- ABRIANI, *Decisioni dei soci. Amministrazione e controlli*, in *Diritto delle società (Manuale breve)*, Milano, 2008 (IV ed.);
- ABRIANI, *Il capitale sociale dopo la «nuova» seconda direttiva e il d.lgs. 4 agosto 2008 n. 142: sulla c.d. «semplificazione» della disciplina dei conferimenti in natura, dell'acquisto di azioni proprie e del divieto di assistenza finanziaria*, in *Riv. dir. impr.*, 2009, p. 227 ss.;
- ABRIANI, *Identificazione degli azionisti, convocazione e informativa preassembleare*, in *I diritti degli azionisti di società quotate e le nuove regole assembleari: la Direttiva 2007/36/CE e il D. Lgs. 27*

- gennaio 2010, n. 27. *Atti del Convegno della Fondazione Italiana per il Notariato* (Milano, 15 ottobre 2010), Milano, 2011;
- ABRIANI – MONTALENTI, *L'amministrazione: vicende del rapporto, poteri, deleghe e invalidità delle deliberazioni*, in ABRIANI – AMBROSINI – CAGNASSO – MONTALENTI, *Le società per azioni*, in *Tratt. di dir. comm.*, diretto da Cottino, Padova, IV, 2010, p. 615 ss.;
- AGSTNER, *Gli azzardi morali dei soci nelle s.r.l. in crisi*, in *Società, banche e crisi d'impresa*, Liber amicorum *Pietro Abbadessa*, a cura di Campobasso M. – Cariello – Di Cataldo – Guerrera – Sciarrone Alibrandi, 2014, Vol. I, p. 2463 ss.;
- AMADUZZI, *Il sistema dell'impresa nelle condizioni prospettiche del suo equilibrio*, Roma, 1948;
- AMADUZZI, *L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*, Torino, 1978;
- AMBROSINI, *La responsabilità degli amministratori nella nuova s.r.l.*, in *Le Società*, 2004, III, p. 293 ss.;
- AMBROSINI, *Il concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, in *Trattato di diritto commerciale*, XXI, 2008, p. 65 ss.;
- AMBROSINI, *I presupposti per l'accesso al concordato*, in AMBROSINI – DEMARCHI – VITIELLO, *Il concordato preventivo e la transazione fiscale*, Bologna, 2009, p. 5 ss.;
- ANABTAWI – STOUT, *Fiduciary Duties for Activist Shareholders*, in *UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 08-02; Stanford Law Review*, Vol. 60, 2008;
- ANGELICI, *La formazione della volontà societaria nell'assemblea e le decisioni dei soci*, in AA.VV., *Le società: autonomia privata e i suoi limiti*, Milano, 2003, p. 35 ss.;
- ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2006;
- ANGELICI, *Diligentia quam in ius e business judgement rule*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, p. 675 ss.;
- ANGELICI, *Note sulla responsabilità degli amministratori di società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 2007, p. 1232 ss.;
- ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, già diretto da Cicu – Messineo e continuato da Schlesinger, Milano, 2012, p. 417 ss.;
- ARMOUR – HERTIG – KANDA, *Transactions with Creditors*, in in KRAAKMAN – DAVIES – HANSMANN – HERTIG – HOPT – KANDA – ROCK, *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative*

- and Functional Approach*, Oxford University Press, 2004, p. 115 ss.;
- ARMOUR – MOKAL, *Reforming the Governance of Corporate Rescue: The Enterprise Act 2002*, 2005, ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge, Working Paper No. 289;
- ARMOUR, *Legal Capital: An Oudated Concept?*, in *EBOR*, 2006, p. 5 ss.;
- ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Il diritto delle società*, a cura di Olivieri – Presti – Vella (II° ed.), Bologna, 2006;
- ATLANTE, *La fusione*, in CNN, *Studi e materiali – Studi sulla riforma del diritto societario*, 2004, I, p. 481 ss.;
- BACCETTI, *Creditori extracontrattuali, patrimoni destinati e gruppi di società*, Milano, 2009;
- BACHNER, *Wrongful Trading – A New European Model for Creditor Protection?*, in *EBOR*, 2004, p. 293 ss.;
- BACHNER, *Creditor Protection in Private Companies. Anglo-German Perspectives for a European Legal Disclosure*, Cambridge, 2009;
- BADINI CONFALONIERI, *Il nuovo concordato preventivo: domanda, contenuto, ammissione ed effetti*, in AA.VV., *L'impresa in crisi: Soluzioni offerte dal nuovo diritto fallimentare*, Torino, 2014;
- BAINBRIDGE, *Corporation Law and Economics*, New York, 2002, p. 259 ss.;
- BAINBRIDGE, *Much Ado About Little? Directors' Fiduciary Duties in the Vicinity of Insolvency*, in *J. Bus. & Tech. L.*, 2007, p. 336 ss.;
- BAINBRIDGE, *Much Ado about Little? Directors' Fiduciary Duties in the Vicinity of Insolvency*. UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 05-26;
- BAINBRIDGE, *Rethinking Delaware's Corporate Opportunity Doctrine*, in *UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 08-17*;
- BAINBRIDGE, *Smith v. Van Gorkom*, UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 08-13; *The Parable of the Talents*, in *UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 16-10*;
- BAINBRIDGE, *Preserving Director Primacy by Managing Shareholder Interventions*, in *Research Handbook on Shareholder Power and Activism*, 2013, [UCLA School of Law, Law-Econ. Research Paper No. 13-09](#);
- BAINBRIDGE – LOPEZ – OKLAN, *The Convergence of Good Faith and Oversight*, in *UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 07-09*;

- BAIRD – RASMUSSEN, *Control rights, priority rights and conceptual foundations of corporate reorganizations*, in 87 *Virginia L. Rev.* 921 (2001);
- BALZARINI, *Commento agli artt. 2423-2423-bis c.c.*, in *Obbligazioni. Bilancio*, a cura di Notari e Bianchi, in *Commentario Marchetti*, Milano, 2006, p. 643 ss.;
- BARACHINI, *Sub art. 2381 c.c.*, in *Commentario del codice civile*, diretto da Gabrielli, *Delle società – Dell'azienda e della concorrenza (artt. 2379-2451)*, a cura di Santosuosso, Torino, 2015, p. 112 ss.;
- BARCELLONA, *La separazione di proprietà e gestione nelle società di capitali: diritti particolari del quotista e «golden shares» di s.p.a.*, in *Liber amicorum Pietro Abbadessa*, a cura di Campobasso M. – Cariello – Di Cataldo – Guerrera – Sciarrone Alibrandi, 2014, Vol. I, p. 176 ss.;
- BARTALENA, *Commento all'art. 2481 c.c.*, in *Società di capitali, Commentario*, a cura di Niccolini – Stagno D'Alcontres, vol. III, Napoli, 2004, p. 1661 ss.;
- BAUDINO, *La nuova società a responsabilità limitata semplificata. Prime riflessioni e spunti operativi*, in *Nuovo Dir. Soc.*, 2013, p. 21 ss.;
- BEBCHUK, *A new approach to corporate reorganizations*, in 101 *Harvard L. Rev.* 775 (1988);
- BEBCHUK, *The Myth That Insulating Boards Serves Long-Term Value*, *Discussion Paper No. 755* – 09/2013;
- BEBCHUK – FRIED, *Executive Compensation at Fannie Mae: A Case Study of Perverse Incentives, Nonperformance Pay, and Camouflage*, in *Journal of Corporation Law*, 2005, Vol. 30, p. 807 ss.;
- BEBCHUK – COHEN – SPAMANN, *The Wages of Failure: Executive Compensation at Bear Stearns and Lehman 2000-2008*, in [Yale Journal on Regulation](#), Vol. 27, 2010, p. 257 ss.;
- BEBCHUK – SPAMANN, *Regulating Bankers' Pay*, in [Georgetown Law Journal](#), Vol. 98, No. 2, 2010, p. 247 ss.;
- BEBCHUK – EISENHOFER – GRANT – BARRY – DELEEUEW, *On the Validity of Poison Pill By-Laws* (June 2006), reperibile su <https://papers.ssrn.com>;
- BECKER, *Kooperationspflichten in der Konzerninsolvenz*, Köln, 2012;

- BENEDETTI, *La posizione dei soci nel risanamento della società in crisi: dal potere di veto al dovere di sacrificarsi (o di sopportare) (Aufopferung- o Duldungspflicht)?*, paper presentato in occasione del VII Convegno annuale dell'Associazione "Orizzonti del Diritto Commerciale", *L'influenza del diritto europeo sul diritto commerciale italiano: valori, principi, interessi*, Roma, 26-27 febbraio 2016;
- BERLE, *Corporate Powers As Power In Trust*, in *Harv. L. Rev.*, 1931;
- BERLE, *For Whom Corporate Managers Are Trustees: a note*, in *Harv. L. Rev.*, 1932;
- BERLE – MEANS, *The modern Corporation and Private Property*, New York, 1932;
- BERTOLOTI, *Società per azioni collegio sindacale, revisori, denuncia al tribunale*, Torino, 2015;
- BIANCA, *Le autorità private*, Napoli, 1977;
- BIANCHI, *Bilanci, operazioni straordinarie e governo dell'impresa. Questioni di diritto societario*, Milano, 2013, p. 67 ss.;
- BLAIR – STOUT, *Director Accountability and the Mediating Role of the Corporate Board*, in *Wash. U. L. Q.*, Vol. 79, 2001, p. 403 ss.;
- BLAIR – STOUT, *A Team Production Theory of Corporate Law*, *Virginia Law Review*, Vol. 85, No. 2, pp. 248-328, march 1999;
- BLANC, *Le dispositifs de la loi Macron relatif aux entreprises de plus de cent cinquante salariés*, *D.* 2015, p. 2460 ss.;
- BOCCHINI, *Manuale di diritto della contabilità delle imprese*, Torino, 1995, p. 200 ss.;
- BOCCHINI, *Diritto della contabilità delle imprese, Bilancio d'esercizio*, Vol. II, Torino, 2010;
- BOGGIO, *Amministrazione e controllo delle società di capitali in concordato preventivo (dalla domanda all'omologazione)*, in AA.VV., *Amministrazione e controllo nel diritto delle società – Liber amicorum Antonio Piras*, Torino, 2010, p. 852 ss.;
- BONELLI, *La responsabilità degli amministratori di società per azioni*, Milano, 1992;
- BONELLI, *L'amministrazione delle s.p.a. nella riforma*, in *Giur. comm.*, 2003, I, p. 750 ss.;
- BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a. dopo la riforma delle società*, Milano, 2004, p. 146 ss.;
- BONFATTI – CENSONI, *La riforma dell'azione revocatoria fallimentare, del concordato preventivo e degli accordi di*

- ristrutturazione nelle procedure concorsuali*, Padova, 2006, p. 180 ss.;
- BORK, *Grundtendenzen des Insolvenzanfechtungsrechts*, in *ZIP* 2008, 1041;
- BORK, *Grundfragen des Restrukturierungsrechts*, in *ZIP* 2010, 397;
- BORK, *Pflichten der Geschäftsführung*, in *Krise und Sanierung*, in *ZIP*, 2011, p. 101 ss.;
- BORK, *Vorinsolvenzliches Sanierungsverfahren: Schuldverschreibungsgesetz analog?*, in *ZIP* 2011, 2035;
- BOSCHMA – LENNARTS – SCHUTTE-VEENSTRA, *Alternative Systems for Capital Protection, Scientific Research and Documentation Centre (Wetenschappelijk Onderzoek – en Documentatiecentrum – WODC) of Ministry of Justice*, 2005, in <https://www.wodc.nl>;
- BOZZA, *La facoltatività della formazione delle classi nel fallimento*, in *Fallimento*, 2009, p. 430 ss.;
- BOZZA, *Brevi considerazioni su alcune norme della ultima riforma*, in *Fallimenti e Società* (<http://www.fallimentiesocieta.it>), 2015;
- BRADLEY – ROSENZWEIG, *The Untenable Case for Chapter 11*, in *Yale L. J.* (101), 1992, p. 1043 ss.;
- BRATTON JR., *Corporate Debt Relationships: Legal Theory in a Time of Restructuring*, in *Duke L.J.*, 1989, p. 92 ss.;
- BRIZZI, *Crisi di impresa e doveri di gestione nelle società di capitali*, Napoli, 2010, p. 71 ss.;
- BRIZZI, *Doveri degli amministratori e tutela dei creditori nel diritto societario della crisi*, Torino, 2015;
- BROUDE, *Reorganizations Under Chapter 11 of the Bankruptcy Code*, in *L. J. Seminars Press*, New York, 1990;
- BRUDNEY, *Equal Treatment of Shareholders in Corporate Distributions and Reorganizations*, *Cal. L. Rev.*, 1983, vol. 71, p. 1072 ss.;
- BRUDNEY, *Dividends, discretion and disclosure*, in *Va. L. Rew.*, 1980, vol. 66, p. 85 ss.;
- BUONOCORE, *Adeguatezza, precauzione, gestione, responsabilità: chiose sull'art. 2381, commi terzo e quarto del codice civile*, in *Giur. comm.*, 2006, I, p. 7 ss.;
- BUSANI – BUSI, *La s.r.l. semplificata (s.r.l.s.) e a capitale ridotto (s.r.l.c.r.)*, in *Società*, 2012, p. 1307 ss.;
- BUSANI, *Il diritto di porre domande prima dell'assemblea e l'obbligo della società di rispondere*, in *Società*, 2011, p. 431 ss.;

- BUSI, *Riduzione del capitale nelle s.p.a. e s.r.l.*, Milano, 2010, p. 25 ss.;
- BUSSOLETTI, *Bilancio e revisione contabile: sette anni di disciplina all'ombra degli IAS e delle direttive comunitarie*, in *Riv. Soc.*, 2011, p. 1156 ss.;
- CAFFI, *Il concordato preventivo*, in *Il diritto fallimentare riformato. Commento sistematico*, a cura di Schiano Di Pepe, Padova, 2007, p. 606 ss.;
- CAGNASSO, *Brevi note in tema di delega di potere gestorio nelle società di capitali*, in *Le Società*, 2003, p. 802 ss.;
- CALANDRA BUONAURA, *Gestione dell'impresa e competenza dell'assemblea nella società per azioni*, Milano, 1985, p. 108 ss.;
- CALANDRA BUONAURA, *I modelli di amministrazione e controllo nella riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2003, I, p. 538 ss.;
- CALANDRA BUONAURA, *Disomogeneità di interessi dei creditori concordatari e valutazione di convenienza del concordato – Relazione al Convegno “Le soluzioni concordate della crisi d'impresa”*, Torino, 8-9 aprile 2011, in *Giur. comm.*, 2012, p. 14 ss.;
- CALANDRA BUONAURA, *La gestione societaria dell'impresa in crisi*, in *Società, banche e crisi d'impresa – Liber amicorum Pietro Abbadessa*, diretto da Campobasso M. – Cariello – Di Cataldo – Guerrera – Sciarrone Alibrandi, Torino, 2014, p. 2598 ss.;
- CAMPBELL – FROST, *Managers' Fiduciary Duties in Financially Distressed Corporations: Chaos in Delaware (and Elsewhere)*, in *J. Corp. L.*, 2007, p. 491 ss.;
- CAMPOBASSO G.F., *Diritto commerciale*, 2015 (IX ed.), Vol. II;
- CANDELLERO, *Commento all'art. 2391 c.c.*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di Cottino-Bonfante-Cagnasso-Montalenti, Bologna, 2004, p. 750 ss.;
- CARAMIELLO, *L'indagine prospettiva nel campo aziendale*, Pisa, 1965;
- CARAMIELLO, *Programmi e piani aziendali*, Milano, 1971;
- CARAMIELLO, *L'azienda, operazioni di gestione e dinamica dei valori*, Milano, 1988;
- CARATOZZOLO, *Il bilancio d'esercizio*, Milano, 2006;
- CARIELLO, *Sensibilità comuni, uso della comparazione e convergenze interpretative. Per una Methodenlehre unitaria nella riflessione europea sul diritto dei gruppi di società*, in *RDS*, 2012, p. 260 ss.;

- CARRASCO PERERA, *El “valor de la garantía real” y el “sacrificio desproporcionado” en los acuerdos de refinanciación del RD Ley 4/2014, giugno 2014*, ivi, p. 34 ss., in www.gomezacebo-pombo.com;
- CARRASCO PERERA, *Comentario a la Reforma Concursal del Real Decreto Ley 11/2014*, in www.gomezacebo-pombo.com;
- CASTAGNOLA, *La nuova disciplina del fallimento negli Stati Uniti*, in *Giur. comm.*, I, 1987, p. 319 ss.;
- CATALLOZZI, *Concordato preventivo: sindacato sulla fattibilità del piano e tecniche di tutela dei creditori “deboli”*, in *Fallimento*, 2007, p. 339 ss.;
- CAVALLI, *Sub art. 149 Tuf, Testo Unico della Finanza. Commentario*, diretto da Campobasso G.F., II, Emittenti, Torino, 2002, p. 1241 ss.;
- CERATI-GAUTHIER, *Loi Macron. Les mécanismes de dilution forcée et de cession forcée ne sont pas contraires à la Constitution*, in *JCP E* 2015, 1461;
- CERRATO, *Il ruolo dell'assemblea nella gestione dell'impresa: il «sovrano» ha veramente abdicato?*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, p. 145 ss.;
- CHARLES, *Trading Claims in Chapter 11 Cases: Legal Issues Confronting the Postpetition Investor*, in *Ann. Surv. Am. L.*, 1991, p. 261 ss.;
- CHEFFINS, *Company law. Theory, Structure and Operation*, Oxford, 1997, p. 79 ss.;
- CIAN M., *S.r.l., s.r.l. semplificata, s.r.l. a capitale ridotto. Una nuova geometria del sistema o un sistema disarticolato?*, in *Riv. soc.*, 2012, 6, p. 1122 ss.;
- CINCOTTI, *La disciplina della SARL di diritto francese nell'ambito del dibattito europeo sul capitale sociale*, in *Giur. comm.*, 2007, I, p. 600 ss.;
- CINCOTTI – NIEDDU ARRICA, *Continuità aziendale, capitale e debito. La gestione del risanamento nelle procedure di concordato preventivo*, Paper presentato in occasione del IV Convegno dell'Associazione Orizzonti del Diritto Commerciale, “Impresa e mercato fra liberalizzazioni e regole”, Roma, 22-23 febbraio 2013, reperibile su orizzontideldirittocommerciale.it;
- CLARK, *Corporate law*, Boston (Little, Brown 1986);
- CLARK JR., *The Relationship of the Model Business Corporation Act to other Entity Laws*, in *L. and Cont. Probl.*, 2011, vol. 74, p. 57 ss.;

- CNN Quesito d'Impresa n. 151-2011/I (Est. BOGGIALI – RUOTOLO), *Fusione per incorporazione di società con capitale interamente eroso dalle perdite*;
- CNN Studio n. 892-2013/I (Est. BOGGIALI – RUOTOLO), *Le nuove S.r.l.*, p. 16 ss.;
- COLOMBO, *Il bilancio e le operazioni sul capitale*, in *Giur. comm.*, 1984, I, p. 841 ss.;
- COLOMBO, *Il bilancio d'esercizio*, in *Bilancio d'esercizio e consolidato*, a cura di Colombo e Olivieri, in *Trattato Colombo – Portale*, VII, Torino, 1994;
- COLOMBO, *Amministrazione e controllo*, in *Il nuovo ordinamento delle società. Lezioni sulla riforma e modelli statutari*, Milano, 2003;
- COLOMBO, *Principi contabili internazionali, capitale e patrimonio netto*, in *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive. Atti del convegno internazionale di studi – Venezia, 10-11 novembre 2006*, a cura di Balzarini – Carcano – Ventoruzzo, Vol. 1, Milano, 2007, p. 81 ss.;
- COMMISSIONE SOCIETÀ DEL COMITATO TRIVENETO DEI NOTAI, *Orientamenti societari*, reperibili su <http://www.notaitriveneto.it>;
- COMMISSIONE SOCIETÀ DEL CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massime*, reperibili su <https://www.consiglionotarilemilano.it>;
- CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI FIRENZE, PRATO E PISTOIA, *Orientamenti societari*, reperibili su <https://www.consiglionotarilefirenze.it>;
- CORSO, *Gli interessi "per conto di terzi" degli amministratori di società per azioni*, Torino, 2016;
- COTTINO, *Le società. Diritto commerciale*, Padova, 1999;
- D'ALESSANDRO, *Sui poteri della maggioranza del ceto creditorio e su alcuni loro limiti*, in *Fallimento*, 1990, p. 189 ss.;
- D'ALESSANDRO, *Un nuovo ruolo per l'assemblea nella società per azioni*, in ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Verso un nuovo diritto societario – Contributi per un dibattito*, a cura di Benazzo – Ghezzi – Patriarca, Bologna, 2002, p. 153 ss.;
- D'ALESSANDRO, *Rapporti tra assemblea ed amministratori nella riforma societaria*, in *Le società per azioni oggi: tradizione, attualità, prospettive. Atti del convegno internazionale di studi, Venezia, 10-11 novembre 2006*, Milano, 2007, p. 724 ss.;

- D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci nelle società per azioni*, Milano, 2007;
- D'ATTORRE, *Il conflitto d'interessi fra creditori nel concordato*, in *Giur. comm.*, 2010, III, p. 392 ss.;
- D'ATTORRE, *Il fallito quale soggetto debole: il caso dei concordati ostili*, paper presentato in occasione del III Convegno annuale dell'Associazione "Orizzonti del Diritto Commerciale" – Università di Roma Tre – 10/11 febbraio 2012, reperibile su <http://www.orizzontideldirittocommerciale.it>;
- D'ATTORRE, *Concordato preventivo e responsabilità patrimoniale del debitore*, paper presentato in occasione del V Convegno dell'Associazione Orizzonti del Diritto Commerciale, *L'impresa e il diritto commerciale: innovazione, creazione di valore, salvaguardia del valore nella crisi*, Roma, 21-22 febbraio 2014, p. 9 ss., reperibile su <http://www.orizzontideldirittocommerciale.it>;
- D'ATTORRE, *Le proposte di concordato preventivo concorrenti*, in *Fallimento*, 2015, p. 1168 ss.;
- DAVIES, *Directors' Creditor Regarding Duties in the Vicinity of Insolvency*, in *EBOR*, 2006, p. 305 ss.;
- DE ACUTIS – SANTINI, S.p.A. – *Amministrazione e controllo*, Milano, 2003;
- DE ANGELIS, *Dal capitale "leggero" al capitale "sottile": si abbassa il livello di tutela dei creditori*, in *Le Società*, 2002, XII, p. 1456 ss.;
- DE LUCA, *Riduzione del capitale ed interessi protetti. Un'analisi comparatistica*, in *Riv. dir. civ.*, 2010, II, p. 559 ss.;
- DE NICOLA, *Sub art. 2381 - Presidente, comitato esecutivo e amministratori delegati*, in *Commentario alla Riforma delle società*, diretto da Marchetti – Bianchi – Ghezzi – Notari, Milano, 2005, p. 106 ss.;
- DEGENHARDT, *La «hiérarchie du bec» toujours renversée en procédure collective? – Loi Macron et procédure collective: réactions et perspectives*, in *Bulletin Joly Entreprises en difficulté*, 01/11/2015, n. 6, p. 432 ss.;
- DEMURO, *Distribuzione e spostamento di competenza tra amministratori e (decisioni dei) soci nella s.r.l.*, in *Giur. comm.*, 2005, I, p. 856 ss.;
- DENOZZA, *A che serve il capitale? (Piccole glosse a L. Enriques – J.R. Macey, Creditors Versus Capital Formation: The Case against the European Legal Capital Rules)*, in *Giur. comm.*, 2002, V, p. 585 ss.;

- DENOZZA, *Le funzioni distributive del capitale*, in *Giur. comm.*, 2006, IV, p. 489 ss.;
- DESARIO, *Bilancio ordinario e bilanci di liquidazione*, Milano, 1998, p. 49 ss.;
- DI LAZZARO, *La situazione finanziaria aziendale*, Milano, 1995;
- DI MAJO, voce *Obbligazione*, in *Enc. Giur.*, XXI, Roma, 1990, p. 27 ss.;
- DI SABATO, *Bilancio (diritto privato)*, in *Enc. dir.*, Milano, 1998, Agg. II, p. 137 ss.;
- DI SABATO, *Diritto delle società*, Milano, 2003;
- DODD, *For Whom Are Corporate Managers Trustees?*, in *Harvard Law Review*, 1932 (*pro directors' primacy*);
- EASTERBROOK – FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, Cambridge MA-Londra, 1991;
- EIDENMÜLLER, *Gesellschafterstellung und Insolvenzplan*, in *ZGR*, 2001, p. 680 ss.;
- EIDENMÜLLER, *Wettbewerb der Insolvenzrechte?*, in *ZGR* 2006, 467–488;
- EIDENMÜLLER, *Reformperspektiven im Restrukturierungsrecht*, in *ZIP* 2010, p. 649 ss.;
- EIDENMÜLLER – ENGERT, *Die angemessene Höhe des Grundkapitals der Aktiengesellschaft, AG*, 2005, 97, p. 105 ss.;
- EISENBERG, *The Duty of Good Faith in Corporate Law*. In *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 31, No. 1, p. 1-75, 2005;
- EISENBERG, *The Duty of Good Faith in American Corporate Law*, 3 *ECFLR* 1 (2006), p. 628 ss.;
- ENRIQUES, *Capitale sociale, informazione contabile e sistema del netto: una risposta a Francesco Denozza*, in *Giur. comm.*, 2005, I, p. 607 ss.;
- ENRIQUES – MACEY, *Creditors Versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules*, in *Cornell Law Review*, 86 (2001), p. 1165 ss. (versione italiana: *Raccolta di capitale di rischio e tutela dei creditori: una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale*, in *Riv. soc.*, 2002, p. 78 ss.);
- ENRIQUES – POMELLI, *Sub art. 2391*, in *Il nuovo diritto delle società, Commento sistematico al d.lgs. 17 gennaio 2003 n. 6*, a cura di Maffei – Alberti, III, Padova, 2005, p. 759 ss.;
- FABIANI, *Brevi riflessioni su omogeneità degli interessi ed obbligatorietà delle classi nei concordati*, in *Fallimento*, 2009, p. 437 ss.;

- FABIANI, *Contratto e processo nel concordato fallimentare*, Torino, 2009;
- FABIANI, *Fondamento e azione per la responsabilità degli amministratori di s.p.a. verso i creditori sociali nella crisi dell'impresa*, in *Riv. soc.*, 2015, II-III;
- FABIANI, *Riflessioni sistematiche sulle addizioni legislative in tema di crisi di impresa*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2016, I, p. 19 ss.;
- FAMA – JENSEN, *Agency Problems and Residual Claims*, in *J. L. & Econ.*, 1983, vol. 26, issue 2, p. 327 ss.;
- FARRE-MENSA – MICHAELY – SCHMALZ, *Financing payouts*, *Harvard Business School Working Paper*, No. 15-049, 2015;
- FENGHI, *La riduzione del capitale*, Milano, 1974, p. 78; BONELLI, *La responsabilità degli amministratori*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo – Portale, Torino, 1991, p. 332;
- RORDORF, *Perdite del capitale e responsabilità per le nuove operazioni*, in *Società*, 1992, p. 1486 ss.;
- FERRI C., *L'esperienza del Chapter 11. Procedura di riorganizzazione dell'impresa in prospettiva di novità legislative*, in *Giur. comm.*, 2001, I, 65 ss.;
- FERRI G., *Insolvenza e temporanea difficoltà*, in *Riv. dir. comm.*, 1967, I, p. 446 ss.;
- FERRI G., *Le società*, Torino, 1985;
- FERRI G. JR., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, a cura di Montagnani, Milano, 2004, p. 67 ss.;
- FERRI G. JR., *Ristrutturazione dei debiti e partecipazioni sociali*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, p. 747 ss.;
- FERRI G. JR., *Impresa in crisi e garanzia patrimoniale*, in AA. VV., *Diritto fallimentare (Manuale breve)*, Milano, 2008, p. 31 ss.;
- FERRI G. JR., *Struttura finanziaria dell'impresa e funzioni del capitale sociale*, in *La società a responsabilità limitata in Italia e in Spagna. Due ordinamenti a confronto*, a cura di Abriani – Embid Irujo, Milano, 2008, p. 58 ss.;
- FERRI G. JR., *Struttura finanziaria dell'impresa e funzioni del capitale sociale*, in *Riv. not.*, 2008, p. 741 ss.;
- FERRI G. JR., *La riduzione del capitale per perdite*, in *Le operazioni sul capitale sociale: casi pratici e tecniche di redazione del verbale notarile*, *Quaderni della fondazione del notariato*, Milano, 2008;
- FERRI G. JR., *Il sistema e le regole del patrimonio netto*, in *RDS*, 2010, I, p. 26 ss.;

- FERRI G. JR., *Patrimonio netto*, in *Dizionari di diritto privato* promossi da Irti, *Diritto commerciale*, a cura di Abriani, Milano, 2011, p. 610 ss.;
- FERRI G. JR., *Prime osservazioni in tema di società a responsabilità limitata semplificata e di società a responsabilità limitata a capitale ridotto*, Studio CNN n. 221-2013/I;
- FERRI G. JR., *Soci e creditori nella struttura finanziaria della società in crisi*, in *Diritto societario e crisi d'impresa*, a cura di Tombari, Torino, 2014, p. 100 ss. ;
- FISCHEL, *The Law and Economics of Dividend Policy*, in *Va. L. Rew.*, 1981, vol. 67, p. 699 ss.;
- FISCHER, *Krisenbewältigung durch Insolvenzrecht*, in *ZGR* 2006, 403–418;
- FLEISCHER, *Eigenkapitalersetzende Gesellschafterdarlehen und Überschuldungsstatus*, in *ZIP* 1996, 773;
- FLEISCHER, *Zur Leitungsaufgabe des Vorstands im Aktienrecht*, in *ZIP* 2003, 1;
- FLEISCHER, *Erweiterte Außenhaftung der Organmitglieder im Europäischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht*, in *ZGR* 2004, 437–479;
- FLEISCHER, *Die geschlossene Kapitalgesellschaft im Rechtsvergleich*, in *ZGR*, 2016, 36–83;
- FLEISCHER – HARZMEIER, *Zur Abdingbarkeit der Treuepflichten bei Personengesellschaft und GmbH*, in *NZG*, 2015, 1289;
- FONDAZIONE NAZIONALE DEI COMMERCIALISTI, *L'attuale regime di responsabilità degli amministratori non esecutivi e dei sindaci nel modello tradizionale tra potere e dovere di informazione* (Est. ROSMINO), p. 11 ss., reperibile su <http://www.fondazionenazionalecommercialisti.it>;
- FORTE – IMPARATO, *Aumenti e riduzioni di capitale*, Napoli, 1998;
- FORTGANG – KING, *The 1978 Code: Some Wrong Policy Decisions*, 56 *N. Y U. L. Rev.*, (1148), 1981;
- FORTGANG – MAYER, *Trading Claims and Taking Control of Corporations in Chapter 11*, in *Cardozo L. Rev.* (12), 1990;
- FORTUNATO, *Intervento al Convegno Le soluzioni concordate della crisi di impresa*, Torino, 8-9 aprile 2011, in *Le soluzioni concordate della crisi di impresa. Atti del Convegno* (Torino, 8-9 aprile 2011), a cura di Jorio, Milano, 2012, p. 176 ss.;
- FRÈ, *Società per azioni*, in *Commentario Scialoja – Branca*, 1982, p. 833;

- GALGANO, *Il principio di maggioranza nelle società personali*, Padova, 1960;
- GALGANO, *Direzione e coordinamento di società*, in *Commentario Scialoja – Branca*, Bologna – Roma, 2005, p. 102 ss.;
- GALGANO, *La forza del numero e la legge della ragione: storia del principio di maggioranza*, Bologna, 2007;
- GALGANO – GENGHINI, *Il nuovo diritto societario*, in *Trattato di diritto commerciale e diritto pubblico dell'economia*, diretto da Galgano, XXIX, Padova, 2006;
- GALLETTI, *Art. 160*, in *Il nuovo diritto fallimentare, Commentario*, diretto da Jorio, Bologna, 2007, p. 2274 ss.;
- GALLETTI, *L'insorgere della crisi e il dover essere nel diritto societario; obblighi di comportamento degli organi sociali in caso di insolvenza*, in www.ilfallimentarista.it;
- GALLETTI, *Le proposte concorrenti nel concordato preventivo*, in www.ilfallimentarista.it;
- GALLETTI, *Speciale decreto n. 83/2015 – Le proposte concorrenti nel concordato preventivo: il sistema vigente saprà evitare il pericolo di rigetto?*, in ilfallimentarista.it, 15 settembre 2015;
- GAMBINO – SANTOSUOSSO, *Società di capitali*, II, in *Fondamenti di diritto commerciale*, a cura di Gambino, Torino, 2007, p. 132 ss.;
- GARCÍA-CRUCES, *El problema de la represión de la conducta del deudor común*, in *La Reforma de la Legislación Concursal*, diretto da Rojo Fernández-Río, Madrid, 2003, pp. 247 – 321, consultabile su www.unizar.es;
- GHEZZI, *I doveri fiduciari degli amministratori nei "Principles of Corporate Governance"*, in *Riv. soc.*, 1996, p. 465 ss.;
- GIANNELLI A. – MOSCA, *Paper* presentato al Convegno dell'Associazione Orizzonti del Diritto Commerciale "La protezione dei soggetti deboli tra equità ed efficienza", Roma, 10-11 febbraio 2012, reperibile su www.orizzontideldirittocommerciale.it;
- GIANNELLI G., *Sulla competenza a deliberare l'emissione di strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, p. 163 ss.;
- GIANNELLI G., *Le operazioni sul capitale nella società a responsabilità limitata*, in *Trattato delle società a responsabilità limitata*, a cura di Ibba – Marasà, IV, Padova, 2009, p. 283 ss.;
- GIANNELLI G., *Poteri di controllo degli amministratori non esecutivi*, in *L'attività gestoria nelle società di capitali. Profili di diritto societario italiano e spagnolo a confronto*, a cura di Sarcina – García Cruces, Bari, 2010, p. 213 ss.;

- GILSON, *Creating value through corporate restructuring*, in *Case Studies in Bankruptcies, Buyouts, and Breakups*, New York-Toronto, 2001;
- GILSON – VETSUYPENS, *Creditor Control in Financially Distressed Firms: Empirical Evidence*, in *Wash. U. L. Q.*, 1994, p. 1005 ss.;
- GINEVRA, *Oltre il capitale sociale? Spunti per la ripresa del dibattito sulla riforma della struttura finanziaria delle società di capitali*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di Giovanni E. Colombo*, Torino, 2011, p. 3 ss.;
- GINEVRA, *Il senso del mantenimento delle regole sul capitale sociale (con cenni alla S.r.l. senza capitale)*, in *BBTC*, 2013, I, p. 169 ss.;
- GIORGIANI, voce *Inadempimento*, in *Enc. Dir.*, XX, Milano, 1970, p. 880 ss.;
- GOETTE, *Krisenvermeidung und Krisenbewältigung in der GmbH – Überblick*, in *ZGR* 2006, 261–280;
- GRANTHAM, *The Content of the Director's Duty of Loyalty*, in *Journal of Business Law*, 149, 1993;
- GRAZIANI, *Diritto delle società*, Napoli, 1963, p. 535 ss.;
- GRÜNEWALD, *Mehrheitsherrschaft und insolvenzrechtliche Vorauswirkung*, cit. in *der Untehrnehmenssanierung*, in *Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht*, 20, 2015;
- GUATRI, *Turnaround, declino, crisi e ritorno di valore*, Milano, 1995;
- GUERRERA, *Il “nuovo” concordato fallimentare*, in *BBTC*, 2006, p. 527 ss.;
- GUERRERA, *Commento all'art. 152 l.f.*, in *Il nuovo diritto fallimentare. Commentario*, diretto da Jorio, Bologna, 2007, II, p. 2202 ss.;
- GUERRERA – MALTONI, *Concordati giudiziali e operazioni societarie di “riorganizzazione”* – Studio n. 77-2007/I, in *Studi e Materiali CNN*, Milano, 2/2007, p. 990 ss. e in *Riv. soc.* 2008, p. 17 ss.;
- GUIDOTTI, *Misure urgenti in materia fallimentare (D.L. 7 giugno 2015, n. 83): le modifiche alla disciplina del fallimento e le disposizioni dettate in tema di proposte concorrenti*, reperibile su www.ilcaso.it;
- GUGLIELMUCCI (a cura di), *La legge tedesca sull'insolvenza*, Milano, 2000;
- GUGLIELMUCCI, *La riforma in via d'urgenza della legge fallimentare*, Torino, 2005, p. 63 ss.;
- GUGLIELMUCCI, *Diritto fallimentare. La nuova disciplina delle procedure concorsuali giudiziali*, Torino, 2006;

- GUGLIELMUCCI, *Diritto fallimentare*, Torino, 2008;
- GUIZZI, *Sub art. 2391*, in *Società di capitali, Commentario*, diretto da Niccolini – Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, p. 654 ss.;
- GUIZZI, *Riflessioni intorno all'art. 2380-bis c.c.*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, diretto da Campobasso – Di Cataldo – Guerrera – Sciarrone Alibrandi, II, Torino, 2014, p. 1043 ss.;
- HANNIGAN, *Company Law*, Oxford, 2012;
- HANKS JR., *Legal Capital and The Model Business Corporation Act: An Essay for Bayless Manning*, in *Law and Contemporary Problems*, 2011, vol. 74, p. 211 ss.;
- HANSMANN, *The Ownership of Enterprise*, Cambridge, Harvard Univ. Press, 1996;
- HASS, *Insights Into Lender Liability: An Argument For Treating Controlling Creditors As Controlling Shareholders*, in *U. Pa. L. Rev.*, 135, 1987, p. 1321 ss.;
- HÄSEMEYER, *Insolvenzrecht*, 2 Aufl., Köln–Berlin–Bonn–München, 1998;
- HERTIG – KANDA, *Creditor Protection*, in KRAAKMAN – DAVIES – HANSMANN – HERTIG – HOPT – KANDA – ROCK, *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, Oxford University Press, 2004, p. 71 ss.;
- HIRT, *The Wrongful Trading Remedy in UK Law: Classification, Application and Practical Significance*, in *EBOR*, 2004, p. 71 ss.;
- HIRTE, *Die Grundsätze der "Wrongful-Trading-Alternative" zur gesetzlichen Insolvenzantragspflicht*, in *ZInsO*, 2010, p. 1986 ss.;
- HIRTE – SCHALL, *La société d'entrepreneur en droit allemand («Unternehmergeellschaft»)*, in *Revue des sociétés*, 2013, p. 198 ss.;
- HIRTE – VICARI, *La responsabilità degli amministratori di società di capitali verso i creditori in caso di omessa o ritardata presentazione della richiesta di fallimento al tribunale nel diritto tedesco e italiano*, in *Giur. comm.*, 1996, II, p. 377 ss.;
- HÖLZLE, in *Handbuch Restrukturierung in der Insolvenz*, 2012, § 31;
- HOPT, *Quelques réflexions sur l'actualité et les évolutions comparées du droit allemand et du droit français des sociétés*, in *Rev. Soc.*, 2009, p. 309 ss.;
- HOPT, *Europäisches Gesellschaftsrecht im Lichte des Aktionsplans der Europäischen Kommission vom Dezember 2012*, in *ZGR* 2013, 165–215;

- HORTON, *Modifying Fiduciary Duties in Delaware: Observing Ten Years of Decisional Law*, in *Delaware Journal of Corporate Law (DJCL)*, Vol. 40, No. 3, 2016;
- HOTCHKISS - MOORADIAN, *Acquisitions as a means of restructuring firms in Chapter 11*, in *7 Journ. Fin. Int.* 1 (1998);
- IRRERA, *Gli obblighi degli amministratori di società per azioni tra vecchie e nuove clausole generali*, in *RDS*, 2011, p. 358 ss., reperibile su www.associazione.orizzontideldirittocommerciale.it;
- IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati e governo delle società di capitali*, Milano, 2005;
- IRRERA, *Profili di corporate governance della società per azioni tra responsabilità, controlli e bilancio*, Milano, 2009;
- IRTI, *Due temi di governo societario (responsabilità "amministrativa" – codici di autodisciplina)*, in *Giur. comm.*, 2003, I, p. 693 ss.;
- JACHIA, *Il concordato preventivo*, in *Fallimento e altre procedure concorsuali*, diretto da Fauceglia e Panzani, 3, Torino, 2009, p. 1573 ss.;
- JAEGER, *"Par condicio creditorum"*, in *Giur. comm.*, 1984, I, p. 88 ss.;
- JORIO, *Fallimento e concordato fallimentare*, Milano, 2016;
- KALLS – ADENSAMER – OELKERS, *Director's Duties in the Vicinity of insolvency – a comparative analysis with reports from Germany, Austria, Belgium, Denmark, England, Finland, France, Italy, the Netherlands, Norway, Spain and Sweden*, in LUTTER (Ed.), *Legal Capital in Europe*, Berlin, 2006, p. 112 ss.;
- KEAY, *The Director's Duty to Take Into Account the Interests of Company Creditors: When Is It Triggered?*, in *Melb. U. L. Rev.*, 2001, p. 317 ss.;
- KEAY, *Directors' Duties to Creditors: Contractarian Concerns Relating to Efficiency and Over-Protection Creditors*, in *Mod. Law R.*, 2003, p. 667 ss.;
- KEAY, *A Theoretical Analysis of the Director's Duty to Consider Creditor Interests: The Progressive School's Approach*, in *J. Corp. L. St.*, 2004, p. 313 ss.;
- KEAY, *Wrongful trading and the liability of company directors: a theoretical perspective*, in *Legal Studies*, 2005, Vol. 25 (3), p. 431 ss.;
- KEAY, *Company Directors' Responsibilities to Creditors*, Oxon-New York, 2007, p. 71 ss.;

- KEAY, *The Shifting of Directors' Duties in the Vicinity of Insolvency*, 2015;
- KENNEDY, *Foreword: a brief history of the Bankruptcy Reform Act*, in *North Carolina L. Rev.*, Vol. 58, 1979-1980, p. 667 ss.;
- KLEE, *All You Ever Wanted to Know About Cram Down Under the New Bankruptcy Code*, in *Am. Bankr. L. J.*, (53), 1979, p. 133 ss.;
- KLEIN – COFFEE JR. – PARTNOY, *Business Organization and Finance. Legal and Economic Principles* (XI ed.), New York, 2010, p. 271 ss.;
- KLEINDIEK, *Krisenvermeidung in der GmbH: Gesetzliches Mindestkapital, Kapitalschutz und Eigenkapitalersatz*, in *ZGR* 2006, 335–365;
- LIBERTINI, *Scelte fondamentali di politica legislativa e indicazioni di principio nella riforma del diritto societario del 2003. Appunti per un corso di diritto commerciale*, in *Riv. dir. soc.*, 2008, p. 221 ss.;
- LIBONATI, *L'impresa e le società. Lezioni di diritto commerciale*, Milano, 2004;
- LIBONATI, *Diritto commerciale. Impresa e società*, Milano, 2005;
- LIBONATI, *Noterelle a margine dei nuovi sistemi di amministrazione della società per azioni*, in *Riv. Società*, 2008, p. 304 ss.;
- LIPSON, *Directors' Duties to Creditors: Power Imbalance and the Financially Distressed Corporation*, in *UCLA L. R.*, 2003, Vol. 50, p. 1214 ss.;
- LOLLI, *Il regolamento di adozione dei principi contabili internazionali IAS/IFRS*, in *Nuove leggi civ.*, 2003, p. 785 ss.;
- LO CASCIO, *Il concordato preventivo*, Milano, 2008, p. 165 ss.;
- LO CASCIO, *Il concordato preventivo nel quadro degli istituti di risanamento*, in *Fallimento*, 2012, p. 137 ss.;
- LUTTER, *Von formellen Mindestkapital zu materiellen Finanzierungsregeln im Recht der Kapitalgesellschaften*, in *Festschrift für St. Riesenfeld*, Heidelberg, 1983;
- MACARIO, *Insolvenza, crisi d'impresa e autonomia contrattuale. Appunti per una ricostruzione sistematica delle tutele*, in *Riv. soc.*, 2008, p. 116 ss.;
- MACEY – O'HARA, *The Corporate Governance of Banks. Economic Policy Review*, Vol. 9, No. 1, april 2003;
- MACRÌ, *Interessi degli amministratori*, in *Profili e problemi dell'amministrazione nella riforma delle società*, a cura di Scognamiglio G., Milano, 2003, p. 137 ss.;

- MAFFEIS, *Il nuovo conflitto di interessi degli amministratori di società per azioni e di società a responsabilità limitata: (alcune) prime osservazioni*, in *Riv. dir. priv.*, 2003, p. 522 ss.;
- MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Commentario breve al diritto delle società*, Padova, 2007;
- MAGGIOLINO, in AA.VV., *Collegio sindacale. Controllo contabile, Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti – Bianchi – Ghezzi – Notari, Milano, 2005, p. 393 ss.;
- MAGLIULO, *La scissione della società*, in *Notariato e nuovo diritto societario*, Collana diretta da Laurini G., Milano, 2012.;
- MAGNANI, in AA.VV., *Collegio sindacale. Controllo contabile. Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti – Bianchi – Ghezzi – Notari, Milano, 2005, p. 220 ss.;
- MALBERTI – GHEZZI – VENTORUZZO, Sub Art. 2381 c.c., *Sistemi di amministrazione e controllo*, in *Commentario alla Riforma delle società*, diretto da Marchetti – Bianchi – Ghezzi – Notari, Milano, 2005, p. 174 ss.;
- MANNING – HANKS JR., *Legal Capital*, 63, 1990 (3d ed.), p. 12 ss.;
- MARCHETTI C., *Il conflitto di interessi degli amministratori di società per azioni: i modelli di definizione di un problema in un'analisi economica comparata*, in *Giur. comm.*, 2004, I, p. 1229 ss.;
- MARCHETTI P., *Sulla destinazione dei saldi da rivalutazione monetaria*, in *Riv. soc.*, 1983, p. 114 ss.;
- MARCHETTI P., *Il potere decisionale gestorio nella s.p.a.*, in AA.VV., *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, a cura di Cian G., *Atti del Convegno di studi, Padova-Abano Terme, 5/7.6.2003*, Padova, 2004;
- MÁRIN DE LA BÁRCENA, *Obstaculización de acuerdos de refinanciación y calificación culpable del concurso*, in *Nuevo Marco Aplicable a las Operaciones de Reestructuración: análisis técnico de la reforma introducida por el Real Decreto Ley 4/2014*, giugno 2014, p. 29 ss., in www.gomezacebo-pombo.com;
- MARTINEZ – VERMEILLE, *La réforme en cours du droit des entreprises en difficulté: quand la Constitution s'en mêle*, in *Droit e Croissance – Revue Trimestrielle du Droit Financier*, 2014, n. 2;
- MAUGERI, *Struttura finanziaria della s.p.a. e funzione segnaletica del capitale nel diritto europeo armonizzato*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, I, p. 1 ss.;
- MAUGERI, *Dalla struttura alla funzione della disciplina sui finanziamenti soci*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, I, p. 133 ss.;

- MAUGERI, *Partecipazione sociale e attività di impresa*, Milano, 2010;
- MAZZONI, *La responsabilità gestoria per scorretto esercizio dell'impresa priva della prospettiva di continuità aziendale*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*, Liber amicorum Antonio Piras, Torino, 2010, p. 813 ss.;
- McDANIEL, *Bondholders and Corporate Governance*, *Bus. Law*, 1986, 41, p. 413 ss.;
- McDANIEL, *Bondholders and Stockholders*, *J. Corp. L.*, 1988, 13, p. 205 ss.;
- MELI, *La riforma dell'art. 2391 c.c.: un passaggio incompleto dal conflitto alla trasparenza degli interessi*, in *La riforma del diritto societario*, Atti dei seminari tenuti nell'Auditorium della Cassa forense, Roma 12 maggio-10 luglio 2003, Roma, 2003, p. 25 ss.;
- MELI, *La responsabilità dei soci nella s.r.l.*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, Torino, 2007, p. 668 ss.;
- MELI, *La responsabilità dei soci nella s.r.l.: ambito di applicazione e presupposti di azionabilità*, in *Società*, 2010, p. 1455 ss.;
- MELI, *La disciplina degli interessi degli amministratori di s.p.a. tra nuovo sistema e vecchi problemi*, in *AGE*, 2003, p. 157 ss.;
- MENGONI, *Recenti mutamenti nella struttura e nella gerarchia dell'impresa*, in *Riv. soc.*, 1958, p. 689 ss.;
- MERKT, *Der Kapitalschutz in Europa – ein rocher de bronze?*, in *ZGR* 2004, 305–323;
- MERUZZI, *L'informativa endo-societaria nella società per azioni*, in *Contr. e impr.*, 2010, p. 737 ss.;
- MERUZZI, *L'adeguatezza degli assetti*, reperibile su www.associazionepreite.it, p. 2 ss.;
- MILLER – DAVIS-NOZEMACK, *Toward Consistent Fiduciary Duties for Publicly Traded Entities*, in 68 *Fla. L. Rev.* 263 (2016);
- MINERVINI, *Gli interessi degli amministratori di s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 2006, I, p. 153 ss.;
- MIOLA, *Il sistema del capitale sociale e le prospettive di riforma nel diritto europeo delle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2005, p. 1199 ss.;
- MIOLA, *Gli strumenti finanziari nella società per azioni e la raccolta del risparmio tra il pubblico*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, p. 466 ss.;

- MIOLA, *Capitale sociale e tecniche di tutela dei creditori*, in *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive*, a cura di Balzarini, Carcano e Ventoruzzo, Milano, 2007, p. 363 ss.;
- MIOLA, *L'oggetto sociale tra autonomia statutaria ed autonomia gestoria*, in *Riv. dir. priv.*, 2008, p. 715 ss.;
- MIOLA, *I doveri degli amministratori in prossimità dell'insolvenza*, in *Vicende dell'impresa e tutela dei lavoratori nella crisi dell'Alitalia*, a cura di Santoni, Napoli, 2011, p. 132 ss.;
- MIOLA, *Interlocking directorates e doveri degli amministratori*, in *I legami personali negli organi amministrativi delle società tra autonomia privata e regole di mercato*, diretto da SANTAGATA, Torino, 2011, p. 56 ss.;
- MOKAL, *An Agency Cost Analysis of the Wrongful Trading Provisions: Redistribution, Perverse Incentives, and the Creditors' Bargain*, in *Cambridge L.J.* 335, 2000, p. 14 ss.;
- MOKAL – ARMOUR, *The New UK Corporate Rescue Procedure – The Administrator's Duty to Act Rationally* (May 2004), reperibile su www.ssrn.com;
- MONTALENTI, *Sub art. 2381 c.c.*, in *Il nuovo diritto societario. Commentario*, diretto da Cottino – Bonfante – Cagnasso – Montalenti, Bologna, 2004, p. 683 ss.;
- MONTALENTI, *Gli obblighi di vigilanza nel quadro dei principi generali sulla responsabilità degli amministratori di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da Abbadessa e Portale, II, Assemblea – Amministrazione, Torino, 2006, p. 835 ss.;
- MONTALENTI, *I gruppi di società*, in ABRIANI – AMBROSINI – MONTALENTI – CAGNASSO, *Le società per azioni*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Cottino, vol IV, t. I, Padova, 2010, p. 1064 ss.;
- MONTALENTI, *La gestione dell'impresa di fronte alla crisi tra diritto societario e diritto concorsuale*, in *RDS*, 2011, n. 4, p. 820 ss.;
- MONTALENTI, *La Direttiva azionisti e l'informazione preassembleare*, in *Giur. comm.*, 2011, I, p. 688 ss.;
- MONTALENTI, *Sistemi di controllo interno e corporate governance: dalla tutela delle minoranze alla tutela della correttezza gestoria*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 2012, II, p. 253 ss.;

- MONTALENTI, *Amministrazione e controllo nella società per azioni: riflessioni sistematiche e proposte di riforma*, in *Riv. Società*, 2013, p. 53 ss.;
- MORANDI, *Commento all'art. 2381 c.c.*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di Maffei Alberti, Padova, I, 2005, p. 679 ss.;
- MOZZARELLI, *Responsabilità degli amministratori e tutela dei creditori nella s.r.l.*, Torino, 2007;
- MOZZARELLI, *Appunti in tema di rischi organizzativi e procedimentalizzazione dell'attività imprenditoriale*, in AA.VV., *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*, Torino, 2010, p. 739 ss.;
- MÜLBERT, *A Synthetic View of Different Concepts of Creditor Protection – Or a High-Level Framework for Corporate Creditor Protection*, in *ECGI Law Research Paper Series, Working Paper* n. 60/2006;
- NARDONE – RUOTOLO, *Società a responsabilità limitata semplificata. Questioni applicative*, in *CNN Notizie*, 5 novembre 2012;
- NICOLINI, *Il concordato preventivo e il concordato fallimentare dopo la riforma*, in *Il nuovo diritto fallimentare e il ruolo del notaio*, *Atti del Convegno* di Modena il 19 gennaio 2008 (N. 2/2008);
- NIGRO, *Diritto societario e procedure concorsuali*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum G.F. Campobasso, diretto da Abbadessa – Portale, I, Torino, 2006, p. 175 ss.;
- NIGRO, *La riforma “organica” delle procedure concorsuali e le società*, in *Dir. fall.*, 2006, I, p. 78 ss.;
- NIGRO, *La disciplina delle crisi patrimoniali delle imprese. Lineamenti generali*, Torino, 2012, p. 227 ss.;
- NIGRO, *“Principio” di ragionevolezza e regime degli obblighi e della responsabilità degli amministratori di s.p.a.*, in *Giur. Comm.*, 2013, I, p. 475 ss.;
- NIGRO, *La proposta di direttiva comunitaria in materia di disciplina della crisi delle imprese*, in *Riv. dir. comm.*, 2017, II, parte 2, p. 201 ss.;
- NOBILI, *La riduzione del capitale*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum G.F. Campobasso, diretto da Abbadessa – Portale, Torino, 2007, III, p. 298 ss., p. 337 ss.;
- NOBILI – SPOLIDORO, *La riduzione del capitale*, in *Trattato delle società per azioni*, a cura di Colombo – Portale, Vol. 6, tomo 1, Torino, 1993, p. 262 ss.;

- LECOURT, *L'avenir du droit français des sociétés: que peut-on encore attendre du législateur européen?*, in *Rev. sociétés*, 2004, p. 223 ss.;
- NURIT-PONTIER, *La détermination statutaire du capital social: enjeux et conséquences*, *D.* 2003. 1612 ss.;
- NURIT-PONTIER, *La libération partielle du capital social: un choix pertinent pour les sociétés dispensées de capital minimum?*, *D.* 2011, p. 828 ss.;
- OLIVIERI, *I controlli "interni" nelle società quotate dopo la legge sulla tutela del risparmio*, in *Giur. comm.*, 2007, I, p. 409 ss.;
- PACIELLO, *Commento all'art. 2423-bis*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1996, p. 227 ss.;
- PACIELLO, *La funzione normativa del capitale nominale*, in *RDS*, 2010, I, p. 2 ss.;
- PAJARDI – PALUCHOWSKY, *Manuale di diritto fallimentare* (VII ed.), Milano, 2008;
- PARTEE – BERNSTEIN, *Confirmed Chapter 11 Plan, But in Distress Again. The available option under the Bankruptcy Code*, in www.hunton.com, 29 giugno 2009;
- PASQUARIELLO, *Sub artt. 2364-2366 c.c.*, in *Il nuovo diritto delle società. Commentario*, a cura di Maffei Alberti, I, Padova, 2005, p. 444 ss.;
- PATRIARCA, *La responsabilità del socio "gestore" di s.r.l.*, in *Società*, 2007, p. 1193 ss.;
- PATRONI GRIFFI, *Art. 2391. Interessi degli amministratori*, in *Amministrazione, controllo e bilancio nella riforma della s.p.a., La riforma delle società*, a cura di Sandulli – Santoro, Torino, 2003, p. 462 ss.;
- PATTI, *Crisi di impresa e ruolo del giudice*, Milano, 2009, p. 209 ss.;
- PAVONE LA ROSA, *La teoria dell'imprenditore occulto nell'opera di Walter Bigiavi*, in *Riv. Dir. Civ.*, 1967, I, p. 674 ss.;
- PENNISI, *La responsabilità della banca nell'esercizio del controllo in forza di covenants finanziari*, Relazione al Convegno "I covenants finanziari", Bari, 6 giugno 2008, p. 2 ss.;
- PÉREZ BENÍTEZ, *¿En qué supuestos podrá el socio negarse razonablemente a capitalizar su crédito en un acuerdo de refinanciación?; ¿podrá un acreedor negarse a capitalizar su crédito en el convenio?*, in *Revista de Derecho Mercantil*, 1° gennaio 2016, reperibile su www.elderecho.com;
- PÉROCHON, *Entreprises en difficulté*, Paris, 2014;

- PINTO, *Brevi osservazioni in tema di deliberazioni assembleari e gestione dell'impresa nella società per azioni*, in *Riv. dir. impr.*, 2004, p. 448 ss.;
- PINTO, *La responsabilità degli amministratori per danno "diretto" agli azionisti*, in *Liber amicorum G.F. Campobasso*, 2006, II, p. 893 ss.;
- PINTO, *Concordato preventivo e organizzazione sociale*, in *Riv. soc.*, 2017, I, p. 100 ss.;
- PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. dir. soc.*, 2003, p. 1276 ss.;
- PONTANI, *I principi di redazione del bilancio*, in *Aa.Vv., Il bilancio d'esercizio. I principi di formazione secondo la nuova disciplina del codice civile*, a cura di Palma, Milano, 1995, p. 51 ss.;
- PORTALE G.B., *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, in *Trattato delle S.p.A.*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 1**, Torino, 2004, p. 1 ss.;
- PORTALE G.B., *Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in *Il nuovo diritto delle società*. *Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da Abbadessa – Portale, vol. II, Torino, 2006, p. 27 ss.;
- PORTALE G.B., *La legge fallimentare rinnovata: note introduttive*, in *BBTC*, 2007, I, p. 368 ss.;
- PORTALE, *Il diritto societario tra diritto comparato e diritto straniero*, in *Impresa e mercato*, Milano, 2015, I, p. 546 ss.;
- PRESTI, *Commento all'art. 2467*, in *Codice commentato delle s.r.l.*, diretto da Benazzo e Patriarca, Torino, 2006;
- PRESTI, *Rigore è quando arbitro fischia?*, in *Fallimento*, 2009, p. 25 ss.;
- RABITTI, *Rischio organizzativo e responsabilità degli amministratori*, Milano, 2004;
- RACUGNO, *Venir meno della continuità aziendale e adempimenti pubblicitari*, in *Giur. comm.*, 2010, I, p. 213 ss.;
- RACUGNO, *Il capitale sociale della s.r.l.*, in <http://www.ildirittodegliaffari.it/articoli/43>, 13 marzo 2014, documento n. 39;
- RATTI, *Commento all'art. 163 l.f.*, in *Nuova riforma del diritto concorsuale – Commento operativo sul d.l. 83/2015 conv. in l. 132/2015*, Torino, 2015, p. 137 ss.;
- RECAMÁN GRAÑA, *Conversión de deuda en capital, responsabilidad concursal e interés social en la crisis (reflexiones en torno al interés*

- social en procesos de reestructuración*), in *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil – Universidad Complutense de Madrid*, n. 2015/96, ottobre 2015, reperibile su eprints.ucm.es;
- REGOLI, *Poteri di informazione e controllo degli amministratori non esecutivi*, in AA.VV., *Società, banche e crisi d'impresa*, Liber Amicorum Pietro Abbadessa, II, a cura di Campobasso M., Cariello – Di Cataldo – Guerrera – Sciarrone Alibrandi, Torino, 2014, II, p. 1121 ss.;
- REGOLI, *Gli amministratori indipendenti: alcune condizioni per un più efficace funzionamento di questo strumento di governance nel sistema dei controlli sulla gestione*, in *Dialogo sul sistema dei controlli nelle società*, a cura di Abbadessa, Torino, 2015, p. 54 ss.;
- RESCIGNO M., *Rapporti e interferenze fra riforma societaria e fallimentare*, in *Il nuovo diritto fallimentare. Commentario*, diretto da Jorio, Bologna, 2007, II, p. 2120 ss.;
- RESCIGNO M., *La responsabilità per la gestione: profili generali*, in MOSCA – REGOLI – RESCIGNO – SCOGNAMIGLIO, *L'amministrazione. La responsabilità gestoria*, in *Trattato delle società a responsabilità limitata*, diretto da Ibba e Marasà, V, Milano, 2012;
- RESCIGNO M., *La società a responsabilità limitata a capitale ridotto e semplificata (art. 2463-bis c.c.; art. 44 D.L. n. 83/12; D.M. Giustizia 23 giugno 2012, n. 138)*, in *Nuove Leggi Civili Commentate*, 2013, p. 65 ss.;
- REVIGLIONO, *La società semplificata a responsabilità limitata: un "buco nero" nel sistema delle società di capitali*, in *Nuovo Dir. Soc.*, 2012, IV, p. 24 ss.;
- RIBSTEIN, *The Structure of the Fiduciary Relationship*, in *U Illinois Law & Economics Research Paper No. LE03-003*;
- RIBSTEIN, *Are Partners Fiduciaries?*, in *University of Illinois Law Review, Symposium Issue*, Vol. 2005, No. 1, February 2005;
- RIBSTEIN, *Accountability and Responsibility in Corporate Governance*, in *Notre Dame Law Review*, 81 *Notre Dame L. Rev.* 1431 (2006);
- RIBSTEIN – ALCES, *Directors' Duties in Failing Firms*, in *J. Bus. & Tech. L.*, 2007, p. 529 ss.;
- RICKFORD (a cura di), *Reforming Capital – Report of the Interdisciplinary Group on Capital Maintenance*, in *EBLR*, 2004, p. 919 ss.;

- RICKFORD, *Legal Approaches to Restricting Distributions to Shareholders: Balance Sheet Tests and Solvency Tests*, in *EBOR*, 2006, p. 135 ss.;
- ROCCO DI TORREPADULA, *La crisi dell'imprenditore*, in *Giur. comm.*, 2009, I, p. 228 ss.;
- ROCK, *Adapting to the New Shareholder-Centric Reality*, in *U. Pa. L. Rev.*, 2013, p. 1907 ss.;
- RODOTÀ, voce *Diligenza*, in *Enc. Dir.*, XII, Milano, 1964, p. 543 ss.;
- ROE, *Corporate reorganization and Bankruptcy (legal and financial materials)*, New York, 2000;
- RORDORF, *Doveri e responsabilità degli amministratori di società di capitali in crisi*, in *Le società*, 2013, p. 670 ss.;
- ROSSI A., *La governance dell'impresa in fase di ristrutturazione*, Paper presentato in occasione del III Convegno annuale dell'Associazione "Orizzonti del Diritto Commerciale" presso l'Università di Roma Tre, 21-22 febbraio 2014;
- ROSSI A., *Il contenuto delle proposte concorrenti nel concordato preventivo (prime riflessioni)*, in *Crisi d'Impresa e Fallimento*, 23 novembre 2015;
- ROSSI A., *Le proposte indecenti nel concordato preventivo*, in *Giur. comm.*, 2015, I, p. 342 ss.;
- ROSSI G., *Crisi dell'impresa: soluzioni al confine tra diritto fallimentare e societario*, in *Fallimento*, 1997, p. 914 ss.;
- ROSSI S., *Le crisi d'impresa*, in AA.VV. *Diritto fallimentare. Manuale breve*, Milano, 2008, p. 30 ss.;
- RUDOLPH, *Die internationale Finanzkrise: Ursachen, Treiber, Veränderungsbedarf und Reformansätze*, in *ZGR* 2010, 1 – 47;
- SABATELLI, *Appunti sul concordato preventivo dopo la legge di conversione del D.L. n. 83/2015*, in *Crisi d'Impresa e Fallimento*, 13 novembre 2015;
- SACCHI, *Il principio di maggioranza nel concordato e nell'amministrazione controllata*, Giuffrè, Milano, 1984;
- SACCHI, *Capitale sociale e tutela dei fornitori di equity e di capitale di debito avversi al rischio dopo le opzioni del legislatore italiano nell'applicazione dei Principi Contabili internazionali*, in *La società per azioni oggi – Tradizione, attualità e prospettive*, Atti del convegno internazionale di studi, Venezia, 10 – 11 novembre 2006, vol. I, a cura di Balzarini – Carcano – Ventoruzzo, Milano, 2007;

- SACCHI, *Amministratori deleganti e dovere di agire in modo informato*, in *Giur. Comm.*, 2008, II, p. 369 ss.;
- SACCHI, *Dai soci di minoranza ai creditori di minoranza*, in *Fallimento*, 2009, p. 1062 ss.;
- SACCHI, *Concordato preventivo, conflitto di interessi fra creditori e sindacato dell'autorità giudiziaria*, in *Fallimento*, 2009, p. 32 ss.;
- SACCHI, *La gestione dell'impresa di fronte alla crisi*, in *Le soluzioni concordate delle crisi di impresa* (Atti del Convegno svoltosi a Torino, 8-9 aprile 2011), a cura di Jorio, Milano, 2012, p. 189 ss.;
- SACCHI, *La responsabilità gestionale nella crisi dell'impresa societaria*, in *Giur. comm.*, 2014, I, p. 304 ss.;
- SACCHI, *Lupi e conflitto di interessi dei creditori nel concordato*, in *Riv. dir comm.*, 2014, p. 60 ss.;
- SALAFIA, *Amministratori senza deleghe fra vecchio e nuovo diritto societario*, in *Società*, 2006, p. 291 ss.;
- SALANITRO, *Gli interessi degli amministratori nelle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2003, p. 49 ss.;
- SALLORENZO, *Profili di responsabilità degli amministratori delle società di capitali nella gestione della crisi di impresa*, 2015, reperibile su www.ilcaso.it;
- SANDER – SCHNEIDER, *Die Pflicht der Geschäftsleiter zur Einholung von Rat*, in *ZGR* 2013, 725–759;
- SANDULLI, *I controlli delle società come strumenti di tempestiva rilevazione della crisi di impresa*, in *Fallimento*, 2009, p. 1101 ss.;
- SANTAGATA C., *Le fusioni*, in *Trattato delle società per azioni*, 7**1, diretto da Colombo – Portale, VII, I, Torino, 2004;
- SANTONI, *Contenuto del piano di concordato preventivo e modalità di soddisfacimento dei creditori*, in *BBTC*, 2006, I, p. 517 ss.;
- SASSO, *Clausole generali e principi di redazione del bilancio. Le società per azioni. Il bilancio d'esercizio*, I, in *Giur. sist.*, fondata da Bigiavi, Torino, 2004, p. 289 ss.;
- SCARPA, *Responsabilità di amministratori e soci nella s.r.l. tra concorrenza gestionale e informazione endosocietaria*, in *Danno e resp.*, 2010, p. 5 ss.;
- SCOGNAMIGLIO G., *Le scissioni*, in *Trattato delle società per azioni*, 7**2, diretto da Colombo – Portale, Torino, 2004, p. 153 ss.;
- SCHMIDT, *Grounds for Insolvency and Liability for Delays in Filing for Insolvency Proceedings*, in *ECFR* 2006, *Special Volume* 1, S. 144-165;

- SCHMIDT, *Gesellschaftsrecht und Insolvenzrecht im ESUG-Entwurf*, in *BB*, 2011, p. 1605 ss.;
- SCHÖN, *Balance sheet test, Solvency Test – or Both?*, in *EBOR*, 2006, p. 181 ss.;
- SCIUTO, *La classificazione dei creditori nel concordato preventivo (un'analisi comparatistica)*, in *Giur.comm.*, 2007, I, p. 577 ss.;
- SCIUTO – SPADA, *Il tipo della società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo – Portale, I, Torino, 2004, p. 60 ss.;
- SCHWARCZ, *Rethinking a Corporations' Obligation to Creditors*, in *Cardozo L. R.*, 1996, p. 665 ss.;
- SEIBT, *Pflichten der Geschäftsleitung bei Eingehung von Finanzierungsgeschäften – in Normalund Krisenzeiten des Unternehmens*, in *ZIP* 2013, 1597;
- SERAFINI, *Responsabilità degli amministratori e interessi protetti*, Milano, 2013;
- SFAMENI, *Responsabilità da reato e nuovo diritto azionario: appunti in tema di doveri degli amministratori ed organismo di vigilanza*, in *Riv. soc.*, 2007, p. 154 ss.;
- SFAMENI, *Vigilanza, informazione e affidamento nella disciplina della delega amministrativa*, in *Scritti giuridici per Piergaetano Marchetti. Liber discipulorum*, Milano, 2011, p. 594 ss.;
- SIMONETTO, *Responsabilità e garanzia nel diritto delle società*, Padova, 1959;
- SMIDD – RATTUNDE, *Der Insolvenzplan*, Stuttgart, 2005;
- SMITH, *The shareholder primacy norm*, in *32 J. Corp. L.*, 1998, p. 277 ss.;
- SPADA, *Dalla nozione al tipo della società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1985, I, p. 95 ss.;
- SPIOTTA, *Sub art. 2392 c.c.*, in *Il nuovo diritto societario*, in *Trattato* Cottino, Bologna, 2004, p. 763 ss.;
- SPOLIDORO, voce *Capitale sociale*, in *Enc. dir.*, (Agg. IV), Milano, 2000;
- SPOLIDORO, *La riduzione del capitale sociale nelle s.r.l.*, in *Riv. dir. soc.*, 2007, III, p. 16 ss.
- SPOLIDORO, *Una società a responsabilità limitata da tre soldi (o da un euro?)*, in *Riv. soc.*, 2013, VI, p. 1085 ss.;
- SQUAROTTI, *Le funzioni del collegio sindacale*, in *Giur. it.*, a cura di Cottino e Montalenti, 2013, p. 2188 ss.;

- STANGHELLINI, *Proprietà e controllo dell'impresa in crisi*, in *Riv. Soc.*, 2004, p. 1041 ss.;
- STANGHELLINI, *Commento all'art. 124 l.f.*, in *Il nuovo diritto fallimentare. Commentario*, diretto da Jorio, Bologna, 2006, p. 1946 ss.;
- STANGHELLINI, *Creditori «forti» e governo della crisi d'impresa nelle nuove procedure concorsuali*, in *Fallimento*, 2006, p. 380 ss.;
- STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia – Le procedure di insolvenza*, Bologna, 2007;
- SITKOFF, *An Economic Theory of Fiduciary Law*, in *Philosophical Foundations of Fiduciary Law*, Oxford University Press, 2014;
- STOUT, *Bad and Not-So-Bad Arguments For Shareholder Primacy*, in *Southern California Law Review*, Vol. 75, p. 1189, 2002, p. 1192 ss.;
- STRAMPELLI, *L'introduzione dei principi IAS/IFRS e gli effetti sulla disciplina giuridica del bilancio di esercizio*, in *Obbligazioni e bilancio (Artt. 2410-2435-bis c.c.)*, a cura di Notari e Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti – Bianchi – Ghezzi – Notari, Milano, 2006, p. 373 ss.;
- STRAMPELLI, *Distribuzioni ai soci e tutela dei creditori: l'effetto degli IAS/IFRS*, Torino, 2009;
- STRAMPELLI, *Capitale sociale e struttura finanziaria nelle società in crisi*, in *Riv. soc.*, 2012, p. 605 ss.;
- STRINE – LASTER, *The Siren Song of Unlimited Contractual Freedom*, Harvard Law School John M. Olin Center Discussion Paper No. 789;
- TASSINARI, “Ne sexies in idem”: *la ricerca del legislatore italiano di semplificare la costituzione delle s.r.l.*, in *Soc. e contratti*, 2013, 9/2013, p. 24 ss.;
- TEDESCHI, *Manuale del nuovo diritto fallimentare*, Padova, 2006, p. 537 ss.;
- TETI, *Il capitale nominale e l'ordinamento delle società azionarie*, Napoli, 1986, p. 178 ss.;
- TINA, *L'esonero della responsabilità degli amministratori di s.p.a.*, Milano, 2008;
- TOFFOLETTO A., *Amministrazione e controlli*, in AA. VV., *Diritto delle società (Manuale Breve)*, IV° ed., Milano, 2008, p. 214 ss.;

- TOMBARI, *Crisi di impresa e doveri di «corretta gestione societaria e imprenditoriale» della società capogruppo*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, I, p. 631 ss.;
- TRIMARCHI G.A.M., *Le riduzioni del capitale*, in *Notariato e nuovo diritto societario*. Collana diretta da Laurini, Milano, 2010, p. 204 ss.;
- TUCCI, *Gestione dell'impresa sociale e "supervisione" degli azionisti. L'esperienza italiana a confronto con la disciplina delle public companies americane*, Milano, 2003;
- VALLENDER, *Die Insolvenz von Scheinauslandsgesellschaften*, *ZGR* 2006, 425–460;
- VASSALLI, *Sub art. 2381 c.c.*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da d'Alessandro, vol. II, I, Padova 2011, p. 31 ss.;
- VASSALLI, *Sub art. 2392 c.c.*, in *Commentario romano al nuovo diritto della società*, diretto da d'Alessandro, vol. II, I, Padova, 2011, p. 152 ss.;
- VASSALLI, *L'art. 2392 novellato e la valutazione della diligenza degli amministratori*, in *Profili e problemi dell'amministrazione nella riforma delle società*, a cura di Scognamiglio G., Milano, 2003, p. 23 ss.;
- VEIL, *Krisenbewältigung durch Gesellschaftsrecht. Verlust des halben di Kapitals, Pflicht zu ordnungsgemäßer, Liquidation und Unterkapitalisierung*, in *ZGR*, 2006, p. 374 ss.;
- VENDITTI, *Collegialità e maggioranza nelle società di persone*, Napoli, 1955;
- VENTORUZZO, *Sub art. 2391*, in *Amministratori (artt. 2380-2396 c.c.)*, a cura di Ghezzi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti P. – Bianchi – Ghezzi – Notari, Milano, 2005, p. 423 ss.;
- VERMEILLE, *Les effets pervers du dispositif du projet de loi «Macron» relatif à l'éviction des actionnaires en plan continuation: les limites d'une réforme incrémentale du droit des faillites*, in *DC – RTDF*, 2015, n. 1;
- VERMEILLE, *Le volet droit des faillites de la loi "Macron": une intention louable au départ, mais un résultat dangereux à l'arrivée*, in *Recueil Dalloz*, 19 février 2015, n. 7, p. 4 ss.;
- VICARI, *Finanziamenti delle banche a fini ristrutturativi*, in *Giur. Comm.*, 2008, I, p. 478 ss.;

- VICARI, *I doveri degli organi sociali e dei revisori in situazioni di crisi di impresa*, in *Giur. comm.*, 2013, p. 128 ss., p. 135. Sull'art. 2423-bis c.c.;
- VITIELLO, *Il nuovo concordato preventivo: disciplina e primi problemi applicativi*, in *La riforma della legge fallimentare. Profili della nuova disciplina*, a cura di Ambrosini, Bologna, 2006, p. 296 ss.;
- VON DER LAAGE, *La "Unternehmergeellschaft (haftungsbeschränkt)": il nuovo modello di GmbH (s.r.l.) nella recente riforma tedesca*, in *Riv. soc.*, 2011, II-III, p. 404 ss.;
- VON SPEE, *Gesellschafter im Reorganisationsverfahren*, Köln, 2014;
- WEIGMANN, *La riforma tedesca della disciplina della s.r.l.*, in *Nuovo dir. soc.*, 2009;
- ZAMPERETTI, *Il nuovo conflitto d'interessi degli amministratori di s.p.a.: profili sparsi di fattispecie e disciplina*, in *Società*, 2005, p. 1088 ss.;
- ZAMPERETTI, *Il dovere di informazione degli amministratori nella governance della società per azioni*, Milano, 2005;
- ZANARDO, *L'estensione della responsabilità degli amministratori di s.r.l. per mala gestio ai soci "cogestori": luci e ombre della disposizione dell'art. 2476, 7° comma, c.c.*, in *Riv. soc.*, 2009, p. 498 ss.;
- ZANARDO, *Delega di funzioni e diligenza degli amministratori nella società per azioni*, Padova, 2010, p. 109 ss.;
- ZANARDO, *La ripartizione delle competenze in materia degli assetti organizzativi in seno al consiglio di amministrazione*, in *Assetti adeguati e modelli organizzativi nella corporate governance delle società di capitali*, diretto da Irrera, Torino, 2016, p. 269 ss.;
- ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, in *Codice civile. Commentario*, fondato da Schlesinger e diretto da Busnelli, Milano, 2010, p. 441 ss.

Indice della Giurisprudenza

- App. Venezia 2 agosto 1995, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1995, I, p. 989 ss.;
- App. Milano 2 febbraio 1999, in *Giur. It.*, 1999, p. 1667 ss.;
- BGH, 25 febbraio 1982, in *AG*, 1982, p. 158 ss. (caso *Holz Müller*);

BGH, 26 aprile 2004 – II ZR 115/02; *BGH*, 26 aprile 2004 – II ZR 154/02, in *ZIP*, 2004, p. 993 ss.; in *NZG*, 2004, p. 571 ss. e in *RDS*, I, 2007, p. 81 ss. (con nota di MAUGERI) (caso *Gelatine*);
 Cass. 17 settembre 1997, n. 9252, in *Società*, 1998, p. 1025 ss.;
 Cass. 28 giugno 1980, n. 4089, in *Giust. Civ.*, 1981, I, p. 1745 ss.;
 Cass. 29 ottobre 1994, n. 8928, in *Le Società*, 1995, p. 359 ss.;
 Cass. 27 febbraio 2002, n. 2906, in *Fallimento*, 2003, p. 369 ss.;
 Cass. 23 marzo 2004, n. 5740, in *Giust. civ. Mass.*, 2004, p. 3 ss. (Est. Rordorf);
 Cass. 17 novembre 2005, n. 23262, in *Società*, 2006, p. 1229 ss.;
 Cass. 17 novembre 2005 n. 23269, in *Foro it.*, 2007, III, p. 919 ss. (Est. Rordorf);
 Cass. 12 aprile 2006, n. 8580;
 Cass. 2 aprile 2007 n. 8221, in *Giur. comm.*, 2008, II, p. 963 ss. e in *Vita notarile*, 2008, I, p. 135 ss.;
 Cass. Pen., V Sez., 4 maggio-19 giugno 2007, n. 23838, in *Giur. comm.*, 2008, II, p. 369 ss., con nota di SACCHI;
 Cass. 28 novembre 2008, n. 28445;
 Cass. Pen., Sez. V, 25 maggio 2009 n. 21581;
[Cass. civ., sez. I, 10 febbraio 2011, n. 3274](#);
 Cass. 24 febbraio 2011, n. 4559;
 Cass. Pen., Sez. V, 2 novembre 2012 n. 42519;
 Cass. Pen., Sez. V, 28 maggio 2013 n. 23000;
 Cass. civ. sez. I 18 giugno 2014 n. 13907;
 Cass., Sez. I, 24 settembre 2014, n. 20040, reperibile in *Fallimenti e società* (<http://www.fallimentiesocieta.it>);
 Cass. 2 febbraio 2015, n. 1783, in *Le Società*, XII, 2015;
 Cass. civ., 7 maggio 2015, n. 9193 (Pres. Rordorf);
 Cass., 31 agosto 2016, n. 17441;
Credit Lyonnais Bank Nederland N.V. vs. Pathe Commons Corp., Civ. A No. 12150, 1991 WL 277613 (*Del. Ch. Dec.* 30, 1991).
Dodge v. Ford Motor Co., in 170 N.W., 1919, p. 668 ss.;
Cons. cost., 5 août 2015, no 2015-715, in *JCP E* 2015, 1461, obs. CERATI-GAUTHIER;
 Corte Cost., 15 maggio 1990, n. 241, in *Giur. cost.*, 1990, p. 1467 ss.;
 Corte di Giustizia, sent. 9 marzo 1999 n. C-212/97 (c.d. *Centros*), in *European Court Reports*, 1999, p. I – 01459;
 Corte di Giustizia, sent. 5 novembre 2002 n. C-208/00 (c.d. *Überseering*), in *European Court Reports*, 2002, p. I – 09919;

Corte di Giustizia, sent. 30 settembre 2003, n. C-167/01 (c.d. *Inspire Art*), in *European Court Reports*, 2003, p. I – 10155;
North American Catholic Educational Programming Foundation v. Gheewalla, N. 521, 2006 - *Del. Ch.* May 18, 2007;
Prod. Res. Group, LLC vs. NCT Group, Inc., 863 A.2d 772 (*Del. Ch.* 2004);
 Trib. Bari 21 novembre 2005, in *Fallimento*, 2006, p. 169 ss.;
 Trib. Milano, 2 marzo 1988, in *Società*, 1988, p. 217 ss.;
 Trib. Milano 7 novembre 2005, in *Fallimento*, 2006, p. 51 ss.;
 Trib. Milano 18 gennaio 2007, in *Società*, 2008, p. 1521 ss.;
 Trib. Napoli 2 luglio 1996, in *Le Società*, 1996, p. 1203 ss.;
 Trib. Napoli 23 marzo 1999, in *Notariato*, 1999, p. 244 ss.;
 Trib. Napoli 7 febbraio 2014;
 Trib. Piacenza 12 febbraio 2015 n. 113;
 Trib. Reggio Emilia, 14 agosto 1998, in *Giur. merito*, 1999, p. 499 ss.;
 Trib. Roma 26 marzo 1998, in *Le Società*, 1998, p. 1192 ss.;
 Trib. Roma 4 febbraio 2000, in *Giur. Romana*, 2000, p. 338 ss.;
 Trib. Sulmona 14 novembre 2006, in *Fallimento*, 2007, p. 109 ss.;
 Trib. Udine 18 gennaio 1983, in *Dir. fall.* 1983, II, p. 478 ss.;
 Trib. Udine 18 giugno 1993, in *Dir. fall.*, 1993, II, p. 1110 ss.

Indice dei Documenti

AMERICAN BAR ASSOCIATION, *Lender Liability Considerations*, in http://apps.americanbar.org/abastore/products/books/abstracts/5070531_SamCh.pdf;
 ASSOGESTIONI, *Risposta alla consultazione su un documento illustrativo di alcune misure integrative e correttive del decreto legislativo 27 gennaio 2010, n. 27 di attuazione della direttiva 2007/36/CE relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate*, 2 marzo 2012, in http://www.assogestioni.it/index.cfm/3,765,8151/mef_correttivo_ds_hr_.pdf;
 ASSONIME, *La corporate governance in Italia: autodisciplina e operazioni con parti correlate*, anno 2011, su www.eticanews.it
 ASSONIME, *Le assemblee delle società quotate: il d.lgs. n. 27 del 27 gennaio 2010, le prime esperienze applicative nel 2011 e il decreto correttivo del 2012 (d.lgs. n. 91 del 18 giugno 2012)*, Note e Studi

- n. 14/2012 (Est. ALLOTTI – SPATOLA), su <https://www.eticanews.it/wp-content/uploads/2013/04/Assonime.pdf>;
- BANCA D'ITALIA, *Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle Banche*, 4 marzo 2008, su http://www.consob.it/documents/46180/46181/bi_disposizioni_2008_264010.pdf/4ca2b052-6064-4eb7-99be-59061025dcf0
- CNDCEC, *Norme di comportamento del collegio sindacale – principi di comportamento del collegio sindacale di non quotate*, 2015, su <http://www.cndcec.it/Portal/Documenti/Dettaglio.aspx?id=1ad1a0c4-67a7-4af0-9db0-6b2408cb597d>;
- COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE DELLE SOCIETÀ QUOTATE, *Codice di Autodisciplina*, 1999, su http://www.ecgi.org/codes/documents/codice_di_autodisciplina.pdf;
- COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, *Codice di autodisciplina*, luglio 2015, in <http://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/codice/2015clean.pdf>;
- COMMISSIONE RORDORF, *Schema di disegno di legge recante “Delega al Governo per la riforma organica delle discipline della crisi di impresa e dell’insolvenza”*, in [https://www.giustizia.it/giustizia/it/mg_1_2_1.page;jsessionid=w6b39TKQSsH1nl2MGKjeKjTY?facetNode_1=4_18&facetNode_2=1_8\(2016\)&contentId=SAN1217600&previousPage=mg_1_2](https://www.giustizia.it/giustizia/it/mg_1_2_1.page;jsessionid=w6b39TKQSsH1nl2MGKjeKjTY?facetNode_1=4_18&facetNode_2=1_8(2016)&contentId=SAN1217600&previousPage=mg_1_2);
- COMMISSIONE EUROPEA, *Libro verde. Il governo societario negli istituti finanziari e le politiche di remunerazione*, 2 giugno 2010, COM(2010), 284 definitivo, su [http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2009_2014/documents/com/com_com\(2010\)0284/com_com\(2010\)0284_it.pdf](http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2009_2014/documents/com/com_com(2010)0284/com_com(2010)0284_it.pdf);
- COMMISSIONE EUROPEA, *Libro verde. Il quadro dell’Unione europea in materia di governo societario*, 5 aprile 2011, COM(2011) 164 definitivo, su http://www.consob.it/documenti/Regolamentazione/direttive_ue/2libro_verde_2011_164_ce.pdf;
- COMMISSIONE EUROPEA, *Piano d’azione: diritto europeo delle società e governo societario – una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili*, 12 dicembre 2012, COM (2012), 740 definitivo, su <http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2012/IT/1-2012-740-IT-F1-1.Pdf>;

- COMMISSIONE EUROPEA, *Summary of the Informal Discussions Concerning the Initiative on Shareholder Engagement* (march 2013), 17 aprile 2013, su http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/120417_summary-initiative-shareholders-engagement_en.pdf;
- COMMONSENSE PRINCIPLES OF CORPORATE GOVERNANCE, in <http://www.governanceprinciples.org>;
- CONSOB, *Le linee di azione della Commissione europea in materia di corporate governance e i riflessi sull'ordinamento italiano*, Quaderno giuridico n. 3, a cura di Alvaro e Lupini, aprile 2013, su http://www.consob.it/documenti/Pubblicazioni/Quaderni_giuridici/qg3.pdf;
- CONSOB, *Rapporto 2013 sulla corporate governance delle società quotate italiane* (Est. LINCIANO – CIAVARELLA – NOVEMBRE – SIGNORETTI), 18 novembre 2013, su http://www.consob.it/documenti/Pubblicazioni/Convegni_seminari/20131118_NL_AC_VN_RS.pdf;
- FONDAZIONE ARISTEIA – ISTITUTO DI RICERCA DEI DOTTORI COMMERCIALISTI, *Documento n. 12 (L'equilibrio finanziario)*, in <http://www.fondazionenazionalecommercialisti.it/system/files/imce/aree-tematiche/ari/docari12.pdf>;
- FINANCIAL REPORTING COUNCIL (FRC), *An Update for Directors of Listed Companies: Going Concern and Liquidity Risk* (29 settembre 2015) in <https://www.frc.org.uk/search?searchtext=FRC%2c+An+update+for+directors+of+listed+compagnie%3a+going+concern+and+liquidity+risk+&searchmode=anyword>;
- G5 INTERNATIONAL STANDARD ON AUDITING 570 – GOING CONCERN (*Effective for audits of financial statements for periods beginning on or after December 15, 2009*), in <http://www.ifac.org/system/files/downloads/a031-2010-iaasb-handbook-isa-570.pdf>;
- IAASB, *Audit considerations in respect of going concern in the current economic environment*, gennaio 2009, in http://www.ifac.org/system/files/downloads/IAASB_Staff_Audit_Practice_Alerts_2009_01.pdf.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND, *Orderly and Effective Insolvency Procedures*, 1999, in <http://www.imf.org/external/pubs/ft/orderly/>;

INTERNATIONAL STANDARD ON AUDITING 570 (REVISED) – GOING CONCERN (*effective for audits of financial statements for periods ending on or after December 15, 2016*), in <https://www.ifac.org/publications-resources/international-standard-auditing-isa-570-revised-going-concern>;

SÉNAT (France), *Projet de loi pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques: Rapport*, in <http://www.senat.fr/rap/14-370-1/14-370-123.html#fn402>;

THE WORLD BANK, *Principles for Effective Insolvency and Creditor Rights Systems*, 2015, in <http://documents.worldbank.org/curated/en/191201468315535668/The-World-Bank-principles-for-effective-insolvency-and-creditor-rights-systems>;

UNCITRAL, *Legislative Guide on Insolvency*, 2004, in http://www.uncitral.org/uncitral/en/uncitral_texts/insolvency/2004_Guide.html.

Sitografia

<https://www.academia.edu> (Platform for academics to share research papers);

<https://americanbar.org> (American Bar Association);

<https://amherst.edu> (Amherst College);

<http://associazionepreite.it> (Associazione Disiano Preite);

<http://caselaw.findlaw.com>;

<http://cbr.cam.ac.uk> (University of Cambridge);

<http://chicagounbound.uchicago.edu> (University of Chicago);

<http://cndcec.it> (Consiglio Nazionale dei Commercialisti e degli Esperti Contabili);

<https://www.consiglionotarilefirenze.it>;

<http://consob.it>;

<http://www.conseil-constitutionnel.fr>;

<https://www.law.cornell.edu> (Cornell University – Law School);

<https://corpgov.law.harvard.edu> (Harvard University);

<https://curia.europa.eu> (Corte di Giustizia dell'Unione Europea);

<http://discovery.ucl.ac.uk> (University College London);

<http://documents.worldbank.org> (The World Bank – Documents & Reports);

<http://ecgi.org> (European Corporate Governance Institute);
<http://elibrary.fondazionenotariato.it> (Fondazione Italiana del
 Notariato);
<http://elibrary.law.psu.edu> (Pennsylvania State University);
<https://eticanews.it> (ETicaNews, testata online);
<http://www.fallimentiesocieta.it> (Osservatorio di diritto societario e
 fallimentare del Triveneto);
<http://fondazionenazionalecommercialisti.it>;
<https://frc.org.uk> (Financial Reporting Council);
<http://www.gomezacebo-pombo.com> (Gómez-Acebo & Pombo Abogados
 S.L.P.);
<https://www.hunton.com> (Hunton & Williams LLP);
<http://ifac.org> (International Federation of Accountants);
<http://ilcaso.it> (Foglio di Giurisprudenza);
<http://www.ilcaso.it/crisidimpresa.php> (Rivista trimestrale di diritto
 delle procedure di risanamento dell'impresa e del fallimento);
<http://www.ildirittodegliaffari.it> (Il Diritto degli Affari – Periodico
 trimestrale);
<http://ilfallimentarista.it>;
<http://imf.org> (International Monetary Fund);
<http://openscholarship.wustl.edu> (Washington University);
<http://notaitriveneto.it>;
<http://uknowledge.uky.edu> (University of Kentucky);
<http://scholarship.law.berkeley.edu> (Berkeley, University of
 California);
<http://scholarship.law.duke.edu> (Duke University);
<http://scholarship.law.upenn.edu> (University of Pennsylvania);
<https://ssrn.com> (Social Science Research Network);
<http://uncitral.org>;
<http://www.uscourts.gov> (United States Courts);
<https://wodc.nl> (Scientific Research and Documentation Centre –
 Wetenschappelijk Onderzoek- en Documentatiecentrum,
 “WODC”, Ministry of Justice, Netherlands).